

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS E APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTABILIDADE E FINANÇAS

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

**RETORNO ANORMAL E A MUDANÇA DE *CEO* EM COMPANHIAS ABERTAS
COM PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS DE FUNDOS DE PENSÃO**

RUBEN MENDES MATOS

CURITIBA
2016

RUBEN MENDES MATOS

**RETORNO ANORMAL E A MUDANÇA DE *CEO* EM COMPANHIAS ABERTAS
COM PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS DE FUNDOS DE PENSÃO**

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre. Programa de Pós-graduação em Contabilidade – Área de Concentração Contabilidade e Finanças - do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná.

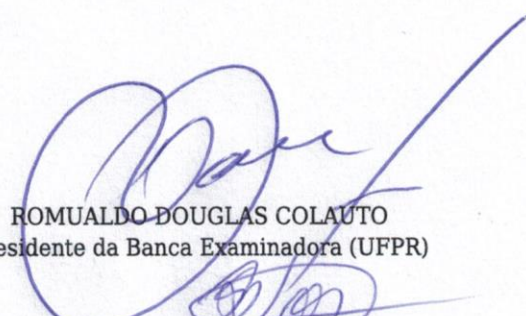
Orientador: Prof. Dr. Romualdo Douglas Colaudo

CURITIBA
2016

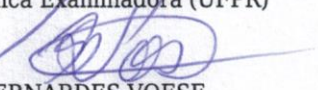
TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em CONTABILIDADE da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da Dissertação de Mestrado de **RUBEN MENDES MATOS**, intitulada: "**RETORNO ANORMAL E A MUDANÇA DE CEO EM COMPANHIAS ABERTAS COM PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS DE FUNDOS DE PENSÃO**", após terem inquirido o aluno e realizado a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua Aprovação.

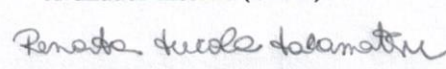
CURITIBA, 29 de Setembro de 2016.



ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO
Presidente da Banca Examinadora (UFPR)



SIMONE BERNARDES VOESE
Avaliador Interno (UFPR)



RENATA TUROLA TAKAMATSU
Avaliador Externo (UFMG)

AGRADECIMENTOS

Este trabalho é resultado de um esforço coletivo que envolveu Professores, Instituições, Colegas e o Autor em um convívio de apoio, incentivo e amizade.

Agradeço primeiramente aquele que está sempre conosco: Deus. Sem Deus nada seria possível. Aos meus pais pela vida, incentivo e pelo exemplo de conduta. A minha mulher Inez Novaki Matos pelo incentivo e apoio na conclusão de mais uma etapa de minha vida.

Agradeço especialmente ao meu orientador, Professor Dr. Romualdo Douglas Colauto, pela confiança, paciência, dedicação, preocupação, encorajamento e por todos os ensinamentos e exemplos de conduta. Obrigado especialmente por suas orientações e pelo convívio.

Agradeço as Professoras Dra. Simone Bernardes Voese e Dra. Renata Turola Takamatsu por aceitarem o convite para participar das bancas de qualificação e defesa, pelas críticas, comentários e sugestões que contribuíram de forma significativa no enriquecimento deste trabalho.

Agradeço ao corpo docente, em especial aos Professores Dr. Luciano Márcio Scherer, Dr. Ademir Clemente, Dr. Jorge Eduardo Scarpin e Dr. Marcos Wagner da Fonseca pelos preciosos ensinamentos e pela convivência ao longo destes anos. Também agradeço aos Servidores Márcio e Camila pela atenção e dedicação no cumprimento de suas atividades funcionais.

Agradeço ainda aos colegas do Mestrado e do Doutorado pelo convívio e apoio, em especial Daiane Lolatto e Cláudio Marcelo Edwards.

Agradeço também a ANATEL – Agência Nacional de Telecomunicações pela liberação da função para viabilizar a participação no programa de Mestrado da UFPR.

Enfim, agradeço a todas as pessoas que de uma forma direta ou indireta participaram e contribuíram para essa conquista, ajudando-me a tornar um profissional melhor. A todos, muito obrigado.

*“Sob a direção de um forte general, não
haverá jamais soldados fracos.”
Sócrates*

RESUMO

O estudo analisa a relação entre os retornos anormais no mercado de capitais brasileiro e as motivações do *turnover* de *CEO*, tendo como fundamento a Hipótese do Mercado Eficiente (HME) na sua forma Semiforte. O objetivo geral consiste em identificar a relação entre o retorno anormal das ações em situações que ocorrem *turnover* de *CEOs* em companhias abertas com participações societárias de Fundos de Pensão. Os objetivos específicos preveem a elaboração de um índice para medir a intensidade da divulgação das motivações do *turnover* de *CEO* e os retornos anormais. Os argumentos esboçados na literatura sobre o tema partem do pressuposto de que as motivações para o *turnover* impactam nos retornos anormais do mercado de capitais. Considera-se que a intensidade da divulgação da motivação do *turnover* possa estar associada à magnitude dos retornos anormais. O Desempenho é um dos fatores que mais contribui para a rotatividade no comando das empresas. Para a consecução da pesquisa, foi obtida uma população intencional de 33 companhias brasileiras de capital aberto que tinham entre o seu quadro de acionistas um Fundo de Pensão fechado. O período de análise compreendeu 5 anos (2010 a 2014) e foi utilizada a metodologia do Estudo de Eventos com uma janela de estimação de pelo menos 126 pregões e uma Janela de Eventos de 11 dias, sendo 5 dias antes e 5 dias depois do evento. Como *proxy* para medir o retorno do mercado foi utilizado o Ibovespa. Para calcular os retornos anormais foi utilizada a regressão linear para cada tipo de ação por meio do método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Para identificar as motivações sobre *turnover* de *CEO* foi utilizada a técnica de Análise de Conteúdo com suporte do *software* ATLAS.ti® para uma métrica de 11 proposições. A relação entre o índice de divulgação e os retornos anormais foi medida por meio da correlação de *Spearman*. Os resultados mostram que há relação significativa e positiva entre o retorno anormal e a intensidade de divulgação de notícias sobre a mudança de *CEO* em companhias abertas com participações societárias de Fundos de Pensão. Os testes paramétricos mostraram que houve retornos anormais estatisticamente significativos na Janela de Eventos, antes da data do anúncio, na data do anúncio e depois da data do anúncio do *turnover*. A ocorrência de retornos anormais estatisticamente significativos antes da data do anúncio do *turnover* do *CEO* sinaliza a possibilidade da existência de *insider information*, fato que não é incomum dadas as características do mercado de capitais brasileiro.

Palavras-chave: Hipótese do Mercado Eficiente. Análise de Conteúdo. Intensidade da Divulgação. Motivações do *Turnover* de *CEO*. Retorno Anormal.

ABSTRACT

The study analyses the co-relation between abnormal capital market returns e the motivations for CEO's turnovers, having as a base the Efficient Market Hypothesis (EMH) within its semi-strong efficiency form. The main goal is to identify the co-relation between share's abnormal return in situations that the CEO's turnover has taken place in public companies with partnership participation from Pension Funds. The specific objectives are predicting an index number to measure the wide disclosure of CEO's turnover motivations and its link with abnormal returns. The reasons very briefly mentioned in publications about this subject, begin with the assumption that motivations for turnovers have some impact in abnormal capital market returns. Intensity of motivation disclosure for turnovers could be linked to the abnormal returns magnitude. Performance is one of the key factors for frequent companies in-charge positions turnover. In order to carry out the research, a group of 33 Brazilian companies that had public capital and also within its shareholders a representative from a closed Pension Fund were obtained. Period of analysis was 5 years (2010 to 2014) and Study of Events with an estimate window period was used as method on at least 126 stock exchange markets and also an Events window period analysis of 11 days, those comprehend in 5 days before as well as 5 days after the event. As a measuring proxy, IBOVESPA was used to analyze market return. Linear regression analysis was used to calculate abnormal returns for each share type by using Ordinary Least Squares (OLS). I In order to identify CEO's turnover motivation Content Analysis was used ATLAS.ti[®] software to support the study to metrics composed by 11 propositions. The link between disclosing index and abnormal return was measured by Spearman's co-relation. Results show that there's a very positive strong bond between abnormal returns and the intensity of turnovers disclosure and also that spreading of the news on CEO's taking new charged in public companies with shareholders that take part in the Pension Funds. Parametric tests have shown statistically noteworthy abnormal returns in the Events Window, before CEO's turnovers disclosure, on disclosure, and also after the disclosure date. Such occurrence might show the possibility of insider information trading, a not so uncommon event given the Brazilian capital market characteristics.

Keywords: Efficient Market Hypothesis. Content Analysis. Disclosing Intensity. CEO's turnover motivation. Abnormal Return.

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – RESUMO DOS EVENTOS EM ESTUDO.....	67
TABELA 2 – COMPOSIÇÃO DA POPULAÇÃO	68
TABELA 3 – MOTIVAÇÕES E <i>TURNOVER</i>	69
TABELA 4 – EMPRESAS POR SETOR DE ATIVIDADE.....	72
TABELA 5 - ÍNDICE DA INTENSIDADE DA DIVULGAÇÃO DAS NOTÍCIAS SOBRE AS MOTIVAÇÕES DO <i>TURNOVER</i>	74
TABELA 6 – RETORNOS ANORMAIS PARA A MOTIVAÇÃO DESEMPENHO INSATISFATÓRIO	78
TABELA 7 – RETORNOS ANORMAIS PARA A MOTIVAÇÃO PERMANECER SOMENTE NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	81
TABELA 8 – RETORNOS ANORMAIS PARA A MOTIVAÇÃO MUDANÇAS POLÍTICAS DE GOVERNOS.....	84
TABELA 9 – RETORNOS ANORMAIS MÉDIOS ACUMULADOS	87
TABELA 10 – TESTE DOS SINAIS PARA RETORNOS ANORMAIS ACUMULADOS ..	89
TABELA 11 – TESTE DOS SINAIS PARA RETORNOS ANORMAIS NA JANELA DE EVENTOS.....	89
TABELA 12 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO DE <i>SPEARMAN</i> PARA A INTENSIDADE DE DIVULGAÇÃO DAS MOTIVAÇÕES	91
TABELA 13 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO DE <i>SPEARMAN</i> PARA AS MOTIVAÇÕES DO <i>TURNOVER</i>	92
TABELA 14 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO DE <i>SPEARMAN</i> PARA AS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS	94

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 - FORMAS DE EFICIÊNCIA DO MERCADO	25
QUADRO 2 – INVESTIMENTOS DOS FUNDOS DE PENSÃO FECHADOS EM 2015 ...	28
QUADRO 3 – ESTUDOS PRECEDENTES SOBRE TURNOVER DE CEO	41
QUADRO 4 - ESTUDO DE EVENTOS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO	44
QUADRO 5 - RESUMO DAS VARIÁVEIS POTENCIALMENTE CORRELACIONADAS	48
QUADRO 6 – COMPOSIÇÃO DAS DIMENSÕES DAS MOTIVAÇÕES DO <i>TURNOVER</i> DE <i>CEO</i>	51
QUADRO 7 – MOTIVAÇÕES EXPLICATIVAS DO <i>TURNOVER</i> DE <i>CEO</i>	52
QUADRO 8 – EXPRESSÕES E SINÔNIMOS EMPREGADOS NA ANÁLISE DE CONTEÚDO DAS MOTIVAÇÕES	56
QUADRO 9 – MENSURAÇÃO DO ÍNDICE DE INTENSIDADE DE DIVULGAÇÃO DAS MOTIVAÇÕES DO <i>TURNOVER</i>	58
QUADRO 10 - PROCEDIMENTOS PARA ESTUDO DE EVENTOS	59

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURA 1 – MODELO DA PESQUISA	47
FIGURA 2 - FASES DA ANÁLISE DE CONTEÚDO.....	54
FIGURA 3 - ILUSTRAÇÃO DO ESTUDO DE EVENTO E ESCOLHA DO TAMANHO DA JANELA.....	60
GRÁFICO 1 – QUANTIDADE DE NOTÍCIAS E <i>TURNOVER</i>	71
GRÁFICO 2 – MÉDIAS DOS RETORNOS ANORMAIS – DESEMPENHO INSATISFATÓRIO.....	80
GRÁFICO 3 – RETORNOS ANORMAIS MÉDIOS PARA A MOTIVAÇÃO PERMANÊNCIA SOMENTE NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO....	83
GRÁFICO 4 – RETORNOS ANORMAIS MÉDIOS EM FUNÇÃO DE MUDANÇAS POLÍTICAS DE GOVERNOS	85
GRÁFICO 5 – RETORNOS ANORMAIS MÉDIOS PARA AS MOTIVAÇÕES APOSENTADORIA, REGULAÇÕES DO SISTEMA FINANCEIRO E REESTRUTURAÇÃO DO <i>BOARD</i>	86

LISTA DE SIGLAS

ABRAPP	- Associação Brasileira das Entidades de Previdência Complementar
APT	- Arbitrage Pricing Theory
BACEN	- Banco Central do Brasil
BM&FBovespa	- BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
CAPM	- Capital Asset Pricing Model
CAR	- Cumulative Abnormal Return
CEO	- Chief Executive Officer
CMN	- Conselho Monetário Nacional
CNPC	- Conselho Nacional de Previdência Complementar
CVM	- Comissão de Valores Mobiliários
FR	- Formulário de Referência
FUNCEF	- Fundação dos Economiários Federais
IBOVESPA	- Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
IFRS	- International Financial Reporting Standards
IN	- Índice de Negociabilidade
MQO	- Mínimos Quadrados Ordinários
OCDE	- Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico
PETROS	- Fundação Petrobrás de Seguridade Social - Petros
PIB	- Produto Interno Bruto
PREVI	- Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil - PREVI
PREVIC	- Superintendência Nacional de Previdência Complementar
ROA	- Return on Assets
SFN	- Sistema Financeiro Nacional
SPSS	- Statistical Package for Social Science

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
1.1	PROBLEMA DE PESQUISA.....	15
1.2	OBJETIVOS	16
1.2.1	Objetivo geral	16
1.2.2	Objetivos específicos.....	16
1.3	JUSTIFICATIVA DA DISSERTAÇÃO	16
1.4	DELIMITAÇÃO DO ESTUDO	19
1.5	ORGANIZAÇÃO DA DISSERTAÇÃO	19
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	20
2.1	ASPECTOS CONCEITUAIS DA HIPÓTESE DE MERCADO EFICIENTE.....	20
2.2	CARACTERIZAÇÃO DOS FUNDOS DE PENSÃO	26
2.3	A REGULAÇÃO ECONÔMICA E OS FUNDOS DE PENSÃO.....	29
2.4	EVENTOS EXPLICATIVOS DO <i>TURNOVER</i> DE <i>CEO</i>	34
2.5	REVISÃO DAS PESQUISAS COM METODOLOGIA DE ESTUDO DE EVENTOS	42
2.6	HIPÓTESE DA PESQUISA	46
3	METODOLOGIA DA PESQUISA	47
3.1	VARIÁVEIS POTENCIALMENTE CORRELACIONADAS	48
3.2	COMPOSIÇÃO DAS MOTIVAÇÕES EXPLICATIVAS DO <i>TURNOVER</i>	50
3.3	ANÁLISE DE CONTEÚDO PARA MAPEAR O ÍNDICE EXPLICATIVO DA INTENSIDADE DA DIVULGAÇÃO DAS MOTIVAÇÕES DO <i>TURNOVER</i> DE <i>CEO</i>	53
3.4	MENSURAÇÃO DA DIVULGAÇÃO DAS MOTIVAÇÕES DE <i>TURNOVER</i>	57
3.5	PROCEDIMENTOS PARA ESTUDO DE EVENTOS	58
3.6	MODELO PARA CÁLCULO DO RETORNO ANORMAL	61
3.7	POPULAÇÃO E COLETA DE DADOS	64
3.8	HIPÓTESES DE TESTE	66
4	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	67
4.1	COMPOSIÇÃO DA POPULAÇÃO	67
4.2	ANÁLISE DESCRITIVA DAS MOTIVAÇÕES DO <i>TURNOVER</i> DO <i>CEO</i>	69
4.3	INTENSIDADE DA DIVULGAÇÃO DAS MOTIVAÇÕES DO <i>TURNOVER</i>	73

4.4	ANÁLISE DOS RETORNOS ANORMAIS DE ACORDO COM AS MOTIVAÇÕES	77
4.4.1	RETORNOS ANORMAIS PARA A MOTIVAÇÃO DESEMPENHO INSATISFATÓRIO	77
4.4.2	RETORNOS ANORMAIS PARA A MOTIVAÇÃO PERMANECER SOMENTE NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO.....	80
4.4.3	RETORNOS ANORMAIS PARA A MOTIVAÇÃO MUDANÇAS POLÍTICAS DE GOVERNO	83
4.4.4	RETORNOS ANORMAIS PARA AS MOTIVAÇÕES APOSENTADORIA, REGULAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO E REESTRUTURAÇÃO DO <i>BOARD</i>	85
4.5	ANÁLISE DOS RETORNOS ANORMAIS ACUMULADOS DE ACORDO COM AS MOTIVAÇÕES	86
4.6	RELAÇÃO ENTRE O ÍNDICE DE INTENSIDADE DA DIVULGAÇÃO DAS NOTÍCIAS SOBRE TURNOVER E OS RETORNOS ANORMAIS	90
5	CONCLUSÕES E SUGESTÕES DE ESTUDOS FUTUROS	95
5.1	CONCLUSÕES	95
5.2	SUGESTÕES DE ESTUDOS FUTUROS	97
	REFERÊNCIAS	99
	GLOSSÁRIO DE TERMOS	111
	APÊNDICE 1 – ESTUDOS PRECEDENTES SOBRE <i>TURNOVER DE CEO</i>	112

1 INTRODUÇÃO

O objetivo principal do mercado de capitais é a capitalização das empresas e a promoção da liquidez dos títulos emitidos. A importância do papel do mercado de capitais deve-se, sobretudo, ao desenvolvimento econômico do país, na medida em que corresponde a uma estrutura de intermediação entre os detentores de sobras de recursos e aqueles que necessitam de retorno para seus investimentos (ASSAF NETO, 2008). O mercado de capitais tem caráter de complementariedade do Sistema Financeiro Nacional, em razão de que seu surgimento é consequência da incapacidade do mercado de crédito de atender às necessidades de recursos para o desenvolvimento do setor produtivo do país (PINHEIRO, 2009).

O ambiente das Bolsas de Valores é local onde os investidores fazem suas operações de compra e venda de ações. Nesse ambiente sensível, os eventos relevantes impactam nas decisões dos investidores sobre comprar, vender ou manter as suas posições, influenciados por fatores exógenos que contribuem substancialmente para a determinação do valor das ações. Assim, o momento em que os investidores efetuam as transações de compra ou de venda depende da natureza desses eventos.

Um dos eventos que tem potencial para influenciar as decisões de investimentos é a mudança de *CEO - Chief Executive Officer* nas companhias. As Companhias de capital aberto são administradas pelo Conselho de Administração e por uma Diretoria Executiva. No Brasil o Diretor Presidente de uma companhia é o seu *CEO*, que atua no sentido de concretizar os objetivos e metas traçadas pelo Conselho de Administração.

As motivações que levam a mudança de *CEO* podem impactar nos retornos das ações provendo retornos anormais. Esses retornos excedentes podem ser maiores ou menores em função do nível de divulgação das motivações que levam ao *turnover*, que é a troca do *CEO*.

Uma parcela dos investidores são investidores institucionais, regulados e sofisticados e entre esses investidores estão os Fundos de Pensão. Allen, Brealey e Myers (2013) reforçam a natureza de sofisticação dos Fundos de Pensão na qualidade de grandes investidores ao afirmarem que esses investidores são espertos e que o dinheiro atrai cérebros inteligentes.

Os Fundos de Pensão integram a Previdência Complementar Privada e estão organizados no Brasil por meio da Lei Complementar nº 109 de 2001, que contempla dois níveis: os fundos das entidades fechadas, específicas dos empregados de determinada empresa ou grupo de empresas, e os fundos das entidades abertas, acessíveis a quem deseje participar e custeie o seu plano de benefícios.

Em face da acumulação de poupança, os Fundos de Pensão, além da atividade-fim, que é nitidamente social, possuem uma função econômica complementar de sustentáculo do mercado de ações, em razão de serem simultaneamente grandes investidores, sofisticados e regulados. A regulação a que estão submetidos determina que parte dos seus ativos seja composto por carteiras de ações. Esta regulação é efetuada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), criado pela Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, órgão superior do Sistema Financeiro Nacional que tem a responsabilidade de formular a política da moeda e do crédito, objetivando a estabilidade da moeda e o desenvolvimento econômico e social do País; pelo Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPc), órgão colegiado que integra a estrutura do Ministério da Fazenda e cuja competência é regular o regime de previdência complementar operado pelas entidades fechadas de previdência complementar (Fundos de Pensão) e pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC, criada pela lei nº 12.154/09, autarquia de natureza especial, dotada de autonomia administrativa e financeira e patrimônio próprio, vinculada ao Ministério da Fazenda.

Os Fundos de Pensão são formadores de recursos de poupança, consequência do regime de capitalização. Nos Estados Unidos os Fundos de Pensão possuem investimentos na economia nacional, e também no exterior, estimados em US\$ 6,0 trilhões. No Brasil, os Fundos de Pensão detinham em 2015 ativos no montante aproximado de R\$ 685 bilhões, que representavam 12,2% do Produto Interno Bruto - PIB. A projeção no Brasil é de que este patrimônio salte em 20 anos para R\$ 3,4 trilhões e passe a representar 40% do PIB. Logo, esses investidores institucionais, regulados e altamente sofisticados são grandes e importantes *players* do mercado de capitais que buscam a melhor rentabilidade para os seus ativos, além de serem historicamente o sustentáculo do mercado de capitais, mantendo extensas carteiras de ações (ABRAPP, 2016). Dependendo do tamanho do PIB de cada país, o montante administrado pelos Fundos de Pensão pode representar grandes proporções. De Dreu e Bikker (2012) ao pesquisarem o comportamento dos Fundos de Pensão na Holanda constataram que em 2010 o total dos ativos dos Fundos de Pensão representava 132% do PIB daquele país, o maior do mundo em termos proporcionais. Esses grandes investidores acompanham as informações que chegam ao mercado.

Milyo (2014) afirma que, independentemente da qualidade do investidor, sob a Hipótese do Mercado Eficiente (HME) os preços das ações das empresas tendem a refletir as informações atuais sobre a rentabilidade das empresas. Logo, em um mercado eficiente qualquer nova informação que afete significativamente a empresa é, em princípio, rapidamente capitalizada nos preços das ações. Assim, qualquer evento surpreendente que afete a empresa irá produzir uma resposta nos preços das ações das empresas, o que enseja dos

pesquisadores a possibilidade de testarem as hipóteses sobre os efeitos nos retornos dos títulos. Se os investidores possuísem acesso a todas as informações relevantes, públicas ou privadas, a eficiência do mercado seria considerada forte (ALLEN; BREALE; MYERS, 2013).

Determinadas motivações para *turnover de CEO* podem impactar no retorno anormal em maior ou menor grau. Entre essas motivações estão o desempenho da empresa e a morte do *CEO*. É nessa linha que a presente pesquisa se fundamenta: análise dos efeitos do retorno anormal e sua relação com as causas motivadoras do *turnover de CEO* nas companhias que tem entre seus acionistas algum Fundo de Pensão, na qualidade de grande investidor sofisticado e regulado.

O estudo traz uma contribuição metodológica ao agrupar as notícias sobre o *turnover de CEO* e avaliar a relação entre a intensidade da divulgação das motivações que levam ao *turnover* com a magnitude dos retornos anormais. Pode-se pensar que o *turnover de CEO* tende a interferir na avaliação e percepção do investidor sofisticado, impactando, por consequência, no preço das ações no mercado.

Diante deste quadro, destaca-se que é importante se pensar em um mapeamento das notícias que fundamentam o *turnover de CEO*, considerando as motivações econômicas, sociais ou políticas e como elas impactam o risco assumido pelos Fundos de Pensão, na qualidade de grandes investidores sofisticados, e assim afetam o retorno anormal das ações, considerando neste contexto a Hipótese de Eficiência do Mercado. Considera-se que o retorno anormal das ações está relacionado às decisões dos investidores, que podem ser influenciadas pelas notícias de mudanças de *CEOs*.

Nesta pesquisa analisam-se as associações existentes entre as motivações do *turnover de CEO* e o retorno anormal das ações nos momentos de anúncio do *turnover*. Como pano de fundo teórico emprega-se a Hipótese do Mercado Eficiente.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Considerando o conteúdo do que foi exposto, é apresentada a questão que norteia esta pesquisa: **Qual a relação entre o retorno anormal das ações e a intensidade da divulgação das motivações do *turnover de CEO* em companhias abertas com participações societárias de Fundos de Pensão?**

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo geral

Em consonância com a questão de pesquisa, o objetivo geral deste estudo consiste em identificar a relação entre o retorno anormal das ações e a intensidade da divulgação das motivações do *turnover* de *CEOs* em companhias abertas com participações societárias de Fundos de Pensão.

1.2.2 Objetivos específicos

- Elaborar um índice para medir a intensidade da divulgação das motivações do *turnover* de *CEOs* em companhias que possuem Fundos de Pensão no quadro de investidores;
- Mapear o índice das motivações e a intensidade de divulgação das notícias sobre a mudança de *CEOs* para as companhias abertas objeto do estudo listadas na BM&FBovespa no período de 2010-2014;
- Calcular o retorno anormal nas janelas de eventos decorrentes de anúncios de mudança de *CEOs* no período de 2010-2014;
- Analisar os retornos anormais das ações das companhias que possuem Fundos de Pensão de acordo com as motivações para a troca de *CEOs*; e
- Verificar a relação entre os retornos anormais das ações das companhias que possuem Fundos de Pensão e a intensidade da divulgação das motivações para a troca de *CEO*.

1.3 JUSTIFICATIVA DA DISSERTAÇÃO

As pesquisas procuram explicar os retornos anormais em situações de eventos relevantes no mercado de capitais. Johnson et al. (1985) constataram que há reação do preço das ações comuns em relação a morte inesperada de altos executivos. As mudanças de preços de ações anormais foram documentadas para uma amostra de 53 eventos. Estas alterações anormais dos preços das ações estavam associadas ao *status* do executivo como um dos

fundadores da empresa e com as medidas de 'talentos' e responsabilidade de tomada de decisões do executivo e dos custos de transação associados com a negociação ou cessação do contrato de trabalho. Etebari, Horrigan e Landwehr (1987) concluíram que para o *turnover* decorrente de problemas de saúde ou falecimento, não tem sido encontrada uma única explicação sobre a reação do mercado.

Para Beatty e Zajac (1987) os anúncios de mudanças de *CEO* são associados com uma redução no valor da empresa. A pesquisa de Weisbach (1988) sobre o *turnover* de *CEO* testou retornos e ganhos como medidas de desempenho anterior. Houve forte associação entre o desempenho anterior e a probabilidade de *turnover* para empresas com Conselhos dominados por *outsiders* do que para empresas com Conselho dominado por *insiders*. Retornos anormais nos dias em que as demissões são anunciadas são consistentes com a ideia de que o Conselho aumenta o valor da empresa através da remoção de má gestão.

Warner, Watts e Wruck (1988) estudaram a associação entre o retorno das ações de uma empresa e subseqüentes mudanças de *CEO*. Não foi identificada reação do preço das ações ao anúncio de mudança de gestão.

A pesquisa de Grundfest (1993) encontrou que o *turnover* de *CEO* forçado é frequentemente associado à pressão externa, em vez de um resultado do monitoramento eficaz do Conselho. Uma exibição substancial de votos contrários resultantes de uma campanha dos investidores insatisfeitos pode gerar publicidade negativa para a empresa ou para seu *bord*, o que é suficiente para provocar negociações e evitar uma votação pública de desconfiança. Para Denis e Denis (1995) os *turnovers* forçados de *CEOs* são precedidos por declínios grandes e significativos no desempenho operacional e seguido por grandes melhorias após o *turnover*. No entanto, demissões forçadas são raras e são mais frequentemente associadas a fatores externos, como por exemplo a pressão de *blockholder* e tentativas hostis de aquisição do que o monitoramento do Conselho. Aposentadorias normais são seguidas por pequenos aumentos no lucro operacional.

Parrino (1997) classificou o *turnover* em forçado ou voluntário. Avaliou se o novo *CEO* é de dentro da empresa, do mesmo segmento ou de fora do segmento. Os *CEOs* ineficientes são mais fáceis de identificar e menos onerosos para substituir nos segmentos compostos por empresas similares do que nos segmentos heterogêneos. A pesquisa de Huson, Parrino e Starks (2001) abrangeu o *turnover* no período de 1971 a 1994. A natureza da rotatividade de *CEOs* mudou ao longo do tempo. As frequências de rotatividade de *CEOs* forçado e sucessão por meio de *outsider* também aumentaram. Mas a relação entre a probabilidade de rotatividade de *CEOs* forçado e o desempenho da empresa não se alterou significativamente desde o início até o final do período examinado.

Para Lausten (2002) a relação entre a substituição de *CEOs* e desempenho em empresas dinamarquesas. A rotatividade de *CEO* está inversamente relacionada com o desempenho da empresa. Os resultados são consistentes com a teoria do agente principal. A ameaça do *turnover* garante que *CEOs* age no interesse dos acionistas.

Brunello, Graziano e Parigi (2003) encontraram que o *turnover* de *CEO* está negativamente relacionado com o desempenho da empresa quando o acionista controlador não é o *CEO*.

Parrino, Sias e Starks (2003) concluíram que a participação institucional diminui no ano anterior ao *turnover* do *CEO* forçado. Em geral, há um aumento na participação de investidores individuais e uma diminuição na participação de investidores institucionais, os quais estão mais preocupados com a detenção de títulos prudentes e são mais bem informados. Medidas de mudanças de propriedade institucionais são negativamente relacionada com as probabilidades de *turnover* de *CEO* forçado e de um executivo de fora da empresa ser nomeado *CEO*.

Campbell, et al. (2011) encontram forte relação entre a probabilidade de *turnover* de *CEO* forçado e seu nível de otimismo. Os *CEOs* com baixo ou alto otimismo são mais propensos ao *turnover* forçado do que os moderadamente otimistas.

Cheung e Jackson (2012) encontraram fortes evidências de que o nível de volatilidade aumenta após anúncios de *turnover* de *CEO*, e que o aumento é significativamente mais elevado quando as saídas são forçadas em comparação com saídas voluntárias. Os resultados são consistentes com a teoria do efeito na medida em que as saídas forçadas transmitem informações até então desconhecidas para o mercado. Os retornos anormais acumulados também são mais negativos para uma saída forçada.

Jenter e Lewellen (2014) observaram uma relação estreita entre o desempenho da empresa e o *turnover* de *CEO* e estimaram que quase 50% do *turnover* nos primeiros oito anos de mandato estão relacionados ao fraco desempenho.

Fiordelisi e Ricci (2014) encontraram fortes evidências de uma relação negativa entre o desempenho específico da empresa e *turnover* de *CEO*. A probabilidade de uma mudança de *CEO* é positivamente influenciada pela cultura de concorrência.

Jenter e Kanaan (2015) pesquisaram uma amostra de 3.365 *turnover* de *CEOs* de 1993 a 2009. Constataram que os *CEOs* são significativamente mais propensos a serem demitidos após o mau desempenho e, em menor grau, quando o desempenho do mercado também é ruim.

No mercado internacional é forte e explícita a influência dos Fundos de Pensão na condução das grandes empresas em que investem. Esse processo é denominado de ativismo dos acionistas institucionais, nele incluído os Fundos de Pensão (KAPLAN; MINTON, 2012).

No entanto, não foram encontradas pesquisas nacionais que abordem o tema quando da ocorrência de mudança de *CEO* em empresas que tenham algum Fundo de Pensão em seu quadro societário. Nesse sentido a pesquisa contribui para a evolução da área contábil e o estudo sobre finanças.

A pesquisa proposta pretende contribuir com as pesquisas nacionais ao avaliar o comportamento do mercado na ocorrência de *turnover* de *CEO* de empresas em que os Fundos de Pensão participam do capital, na qualidade de grandes investidores institucionais sofisticados e regulados e a relação com as motivações que fundamentam essa troca.

Sob o aspecto metodológico a pesquisa inova ao classificar as notícias de acordo com a intensidade da divulgação das motivações do *turnover* de *CEO*. Esse aspecto representa uma possibilidade de agrupamento de notícias sobre mudanças do *CEO* com o propósito de compreender as motivações que ocasionaram retornos inesperados no mercado brasileiro.

1.4 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

A pesquisa está restrita às companhias brasileiras que possuem ações negociadas na BM&FBovespa. Logo, não é objeto da pesquisa o comportamento dos preços das ações de companhias de capital fechado, que tendem a ter uma quantidade pequena de acionistas e limitações no nível de divulgação de informações que pudessem viabilizar sua inclusão na pesquisa. Ressalta-se que as instituições financeiras geralmente são excluídas das pesquisas em razão da estrutura de capital. No entanto, essas instituições não foram excluídas desta pesquisa porque esta estrutura de capital não afeta o objeto pesquisado.

1.5 ORGANIZAÇÃO DA DISSERTAÇÃO

A pesquisa será dividida em cinco capítulos. O primeiro capítulo abrange o problema de pesquisa, o objetivo geral e os objetivos específicos, a justificativa e a delimitação do estudo.

No segundo capítulo está apresentada a fundamentação teórica que suporta o estudo. É iniciado com os Aspectos Conceituais da Hipótese do Mercado Eficiente, seguida pela caracterização dos Fundos de Pensão; Regulação Econômica e os Fundos de Pensão; Eventos Explicativos do *turnover* de *CEO*; Revisão das pesquisas com metodologia de Estudo de Eventos e finaliza com a Hipótese da Pesquisa.

No terceiro capítulo são definidos os procedimentos metodológicos da pesquisa. São mostradas as variáveis potencialmente correlacionadas; as motivações sobre o *turnover* de *CEO* aglutinadas nas Dimensões *Turnover* Forçado e *Turnover* Voluntário. A Análise de Conteúdo é definida para mapear o índice explicativo da intensidade da divulgação das motivações do *turnover*. É proposto um índice para medir a intensidade de divulgação das motivações explicativas do *turnover* de *CEO* e são descritos os procedimentos para o Estudo dos Eventos pesquisados. Define-se o modelo para mensuração dos retornos anormais nos momentos de mudança de *CEOs* das companhias brasileiras que tinham entre seus investidores algum Fundo de Pensão. São apresentadas ainda a população, a coleta de dados e a hipótese de teste.

No quarto capítulo serão apresentados e discutidos os resultados e no quinto capítulo serão apresentadas as conclusões, as limitações da pesquisa e propostas novas ideias de pesquisas a partir das limitações observadas.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Nesta seção estão dispostos os elementos teóricos da pesquisa. Inicialmente são apresentados os aspectos conceituais da Hipótese do Mercado Eficiente e posteriormente os aspectos relacionados à regulação econômica, a caracterização dos Fundos de Pensão, o modelo de mercado para retorno anormal e os eventos relevantes explicativos do *turnover* de *CEO*.

2.1 ASPECTOS CONCEITUAIS DA HIPÓTESE DE MERCADO EFICIENTE

Os estudos sobre a Hipótese de Eficiência de Mercado (HME) contemplam a avaliação do comportamento dos provedores de recursos para as empresas. Entre os provedores de

recursos estão os acionistas, financiadores de capital próprio, que correm todos os riscos do negócio e que por isso esperam receber as recompensas dos riscos assumidos. Os investidores de capital podem obter o retorno de seus investimentos pela venda das ações no mercado ou pelo recebimento de dividendos, ou ainda com a combinação de ambos (BREALEY; MYERS, 1982; PINHEIRO, 2009).

Brealey e Myers (1982) mencionam que a Hipótese do Mercado Eficiente foi uma descoberta casual, decorrente dos estudos empreendidos pelo estatístico inglês Maurice Kendall em 1953. Kendall apresentou um estudo sobre o comportamento das ações e mercadorias para discussão na *Royal Statistical Society*. Constatou com surpresa a inexistência de ciclos regulares de preços, parecendo que estes seguiam um movimento aleatório, ou seja, as oscilações de preços eram independentes umas das outras. Com a decorrência do tempo e o avanço da tecnologia da informação, outros estudos comprovaram que as alterações de preços do mercado de ações de determinado dia não fornecem fundamentos para as alterações nos preços dos dias seguintes.

A Hipótese de Mercado Eficiente é um dos temas mais discutidos na Teoria de Finanças e passou a ocupar um lugar de destaque nas pesquisas, em especial em decorrência dos estudos realizados por Fama (1970), gerando debates, críticas e posições favoráveis e contrárias à sua existência. Alguns desses estudos foram empreendidos por Kahneman e Tversky (1979), Kimura (2003), Mun, Vasconcellos e Kish (2000), Plous (1993) e Shefrin (2000).

A Hipótese de Mercado Eficiente tem na informação e na concorrência entre os *players* dois dos seus pilares mais importantes para o mercado de capitais. A hipótese é sustentada no pressuposto de que os preços das ações refletem imediatamente as informações relevantes reveladas ao mercado.

O mercado de ações requer constantemente informações para os investidores realizarem as suas escolhas, na premissa de uma alocação ótima de recursos. Essas informações impactam nos preços vigentes do mercado e tendem a refletir na relação entre risco e retorno. Os preços no mercado de ações mudam rapidamente porque surgem novas informações e os investidores reavaliam suas estratégias em razão dessas novas informações. No entanto, se o mercado for eficiente os preços das ações terão incorporado rapidamente todas as informações disponíveis (BREALEY; MYERS, 1982; ROSS et al., 1998) não havendo preço de mercado muito alto ou muito baixo. As pesquisas sobre a eficiência do mercado acabaram dividindo a eficiência em três grandes níveis.

Roberts (1967) foi o precursor da divisão da eficiência do mercado em três níveis. Essa divisão foi apresentada no Seminário sobre Análise dos Preços dos Valores Mobiliários em

maio de 1967 na Universidade de Chicago. Roberts (1967) denominou o primeiro nível como um nível de eficiência Fraca. Neste nível os preços refletem toda informação contida nos preços passados. No segundo nível de eficiência do mercado, denominada Semiforte, os preços refletem o comportamento passado e também toda informação publicada. O tipo Forte de eficiência apresentado por Roberts é aquele em que, além das informações publicadas, os preços incorporam as informações exógenas sobre a empresa, englobando informações macroeconômicas (BREALEY; MYERS, 1982). A classificação sobre a eficiência de mercado mais aceita e utilizada foi a sugerida por Roberts (1967) e estruturada por Fama (1970, 1991), que prevê as três formas de eficiência de mercado.

Para Famá et al. (2008) a Hipótese de Mercados Eficientes desenvolvida em 1970 está sustentada nos pressupostos teóricos do comportamento humano racional, que é maximizador de utilidades e capaz de processar de maneira eficiente todas as informações disponíveis. Nesse sentido, Fama (1970) descreveu que a hipótese da eficiência de mercado se assenta nas seguintes condições ideais: inexistência de custos de transação nas negociações de títulos; disponibilização de todas as informações, sem custo, para todos os participantes; e concordância geral das expectativas quanto ao efeito das informações sobre os preços das ações. Logo, os mercados são compostos de *players* de racionalidade ilimitada ou limitada. A Hipótese de Mercados Eficientes realmente ganhou maior robustez quando o Autor afirmou que os preços de mercado, em qualquer instante, refletem todas as informações disponíveis. Fama (1991) aperfeiçoou esses estudos ao avançar com as pesquisas empíricas sustentadas pela teoria da Hipótese de Mercado Eficiente.

Ross et al. (1998) explicam que um mercado de capitais é considerado de eficiência fraca quando consegue incorporar integralmente a informação contida em preços passados. A eficiência Fraca é a menos exigente forma de eficiência que se espera encontrar num mercado financeiro, considerando que a informação de natureza histórica dos preços é a mais fácil de ser obtida. Um mercado é eficiente ao nível Semiforte se os preços refletirem toda a informação publicamente disponível, incluindo informação sobre as demonstrações contábeis publicadas. O mercado é eficiente no sentido Forte se os preços refletirem toda informação, publicamente disponível ou não. Esta última forma de eficiência pressupõe a existência cumulada com a eficiência semiforte e a eficiência Semiforte pressupõe a cumulação com a eficiência Fraca. Para Famá et al. (2008) na forma Forte, mesmo os *inside traders* não teriam condições de obter retornos em excesso utilizando informações privilegiadas. Em razão das dificuldades de comprovação da forma forte os debates permaneceram concentrados nas formas Fraca e Semiforte.

Para Fama (1970), mesmo quando ocorrem altos custos de transações esses não implicam, necessariamente, em não ajustamento de preços, dada à informação disponível. O mercado também pode ser considerado eficiente mesmo quando não houver a totalidade de investidores com acesso a informação. No entanto, Lima (2008) menciona que algumas premissas são consideradas essenciais para o estudo da eficiência informacional e estão relacionadas ao processo de formação de preços. A primeira premissa estabelece que os retornos esperados ou preços de equilíbrio deverão ser igualitários, ou seja, definido o conjunto de informações relevantes, a expectativa de retorno deve ser função do risco inerente à ação. Logo, essa premissa afasta a possibilidade de retornos excedentes ao retorno de equilíbrio, baseados apenas na informação, que não sejam consistentes com o risco da ação. A segunda premissa é a de que os preços deverão ser linearmente independentes, ou seja, terão correlação serial igual a zero. A concretização dessas premissas pressupõe que o processo de formação de preços obedecerá a um modelo aleatório, garantindo que as sequências dos retornos passados não terão consequências sobre a distribuição dos retornos futuros. Assim, a hipótese de eficiência informacional pressupõe que os retornos observados não irão obedecer a nenhum padrão de regularidade ou, de forma similar, serão normais.

Sob o aspecto pragmático, o mercado é considerado eficiente se as informações disponíveis se incorporarem aos preços dos títulos imediatamente, ou após um intervalo mínimo a partir da divulgação (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 2012). Mercados eficientes são aqueles em que seus *players* formam expectativas em relação aos preços das ações, sustentados em toda informação disponível sobre eventos que possam influenciar os preços do papel negociado. O preço da ação é um indicador da avaliação que o mercado faz do produto e deve refletir as informações disponíveis sobre o mercado em determinado momento (BREALEY; MYERS, 1982). A Hipótese de Mercado Eficiente defende que as informações estarão refletidas no comportamento dos preços. Assim, o preço das ações se ajustará aos eventos ocorridos, decorrentes de boas ou más notícias, tão logo estas estejam disponíveis aos *stakeholders*.

Essas condições são suficientes, mas não totalmente obrigatórias. Ainda que ocorram elevados custos de transação estes não impedem o ajuste dos preços às novas informações, bem como o mercado pode ser eficiente se uma quantidade significativa de investidores deter acesso à informação. Para que a Hipótese de Mercado Eficiente seja válida é necessário que as informações disponíveis sejam incorporadas nos preços das ações de forma imediata e não viesada ou de forma assimétrica (FAMA, 1970).

A Hipótese de Mercado Eficiente constitui uma base teórica de equilíbrio aplicada no mercado de ações. Uma vantagem comparativa para algum investidor somente é viável se este

detiver informações diferenciadas, que não estejam ainda completamente incorporadas aos preços das ações no mercado (CERETTA, 2001). Na avaliação das informações disponíveis no mercado, os investidores devem considerar o grau de divulgação e sua veracidade, ou seja, se essas informações são públicas, de conhecimento geral e, portanto, se estão incorporadas aos preços dos títulos no mercado. A aquisição e avaliação de informações dependerão da posição dos investidores sobre a hipótese de eficiência do mercado (LEROY, 1989). A forma Forte da Hipótese de Mercado Eficiente está na premissa de um mercado em equilíbrio, composto por investidores racionais, onde as informações estão disponíveis publicamente e, por essa razão, não podem dar a seu possuidor vantagem na construção de estratégias de negociação. O preço corrente é um preço justo, dado o conjunto de informações disponíveis (CERETTA, 2001). Consequentemente a Hipótese de Mercado Eficiente parte da premissa que as distribuições de frequência dos retornos dos títulos são próximas à curva normal e que esses retornos são variáveis aleatórias, sendo o retorno médio a melhor expectativa, por ser a maior que se poderia obter (FAMA, 1970).

As pesquisas realizadas por Ball e Brown (1968), Beaver (1968) e Fama et al. (1969) propiciaram maior consistência estatística e reforçaram a teoria que sustenta o modelo, que pressupõe a eficiência de mercado na sua forma Semiforte, refletindo rapidamente a informação pública divulgada. Essas pesquisas marcaram o início dos estudos empíricos com abordagem pragmática, que objetiva conhecer a utilidade ou relevância da Contabilidade no mercado financeiro.

Qualquer que sejam os modelos utilizados para determinar o retorno esperado da ação em $t+1$, as informações disponíveis em t serão completamente incorporadas ao preço projetado para $t+1$. É nessa linha de pensar que se diz estar completamente refletido nos preços (PEROBELLI; NESS, 2000). Nessa lógica, na Hipótese de Mercado Eficiente, nenhuma informação importante seria ignorada pelo mercado, sendo que o preço se torna uma boa medida de valor das ações.

Para Fama (1970) ao presumir que os investidores sejam racionais a Hipótese de Mercado Eficiente também pressupõe que os preços de todos os ativos reflitam exatamente o valor presente do fluxo de caixa futuro gerado para cada ativo. Logo, os investidores processam as novas informações imediatamente após o recebimento dela, elevando ou reduzindo o preço de determinado ativo sempre que a notícia implicar aumento ou redução do fluxo de caixa futuro, respectivamente, sendo que esse aumento ou redução do preço corresponderá exatamente à variação do valor presente do fluxo de caixa futuro. Pela mesma lógica, se não houver notícia, não haverá alteração no preço de um ativo (BARBOSA; MEDEIROS, 2007).

A Hipótese de Mercado Eficiente foi desde o seu início objeto de questionamentos e controvérsias, principalmente em razão de um de seus pressupostos: a racionalidade. De qualquer forma, todo e qualquer investimento está sujeito a conturbações que ocorrem com relativa frequência no mercado de capitais.

As oscilações no mercado ocorrem no mundo inteiro e isto reflete na variabilidade dos preços das ações. De acordo com a Hipótese dos Mercados Eficientes, esses preços devem refletir todas as informações disponíveis (ARAÚJO; LEITE, 2012). Momentos de grandes incertezas conduzem à ampliação da volatilidade dos preços, pois, admitindo a eficiência do mercado, as notícias serão logo incorporadas ao preço das ações. Fama (1991) aperfeiçoou esses estudos ao avançar com as pesquisas sobre a Hipótese de Mercado Eficiente. Em sua nova pesquisa o Autor mudou as denominações das formas de eficiência do mercado. No Quadro 1 apresentam-se as alterações nos termos propostos por Fama (1991).

QUADRO 1 - FORMAS DE EFICIÊNCIA DO MERCADO

Classificação Antiga	Descrição	Classificação Nova
Forma Fraca	O mercado incorpora completamente as informações sobre os preços passados dos títulos. Ou seja, os retornos anormais (acima da média de mercado) não poderiam ser obtidos com base nas expectativas de que os preços passados são bons sinalizadores dos preços futuros.	Previsibilidade de retornos passados
Forma Semiforte	Os preços refletem não apenas o histórico do comportamento dos preços, como também toda informação pública, tais como balanços das companhias, notícias na imprensa, comunicados de fatos relevantes, entre outros.	Estudo de Eventos
Forma Forte	Além das informações mencionadas anteriormente (histórico dos preços e informações públicas), os preços refletem as informações não públicas (privadas).	Testes de Informação Privada

FONTE: Adaptado de FAMA (1970, 1991) *apud* LIMA (2008)

A volatilidade dos mercados amplia os riscos assumidos pelos investidores. É importante conhecer o comportamento dos Fundos de Pensão, na qualidade de grandes investidores, sofisticados e regulados, em períodos de conturbações do mercado de capitais, em razão de que esses investidores, além de inteligentes, são grandes *players* deste mercado e buscam a melhor rentabilidade das carteiras com a menor exposição ao risco. Os períodos em que ocorrem mudanças de *CEOs* nas Companhias podem gerar turbulências no mercado e fazer com que os investidores aumentem a aversão ao risco, diminuindo assim o interesse em ações com maior risco, ou mesmo abandonando as ações que possuem em busca de papéis com maior liquidez no mercado (ARAÚJO; LEITE, 2012). Por decorrência, em tempos de mudanças de *CEOs*, torna-se ainda mais importante testar a Hipótese de Eficiência do Mercado nas companhias em que há participação societária dos Fundos de Pensão. Esses

investidores são fortemente regulados pelo Estado em razão do acúmulo desta poupança envolver o futuro de milhares de pessoas.

2.2 CARACTERIZAÇÃO DOS FUNDOS DE PENSÃO

O mercado de capitais classifica os investidores em dois grandes grupos: os investidores sofisticados e os investidores ingênuos (*noise traders*). Os investidores ingênuos tendem a atribuir maior importância à performance histórica das empresas como critério de decisão de investimento (JAMES; KARCESKI, 2002; DEL GUERCIO; TKAC, 2002; GOMES, 2014). James e Karceski (2002) afirmam que as pesquisas tendem a diferenciar pequenos investidores dos grandes investidores institucionais. Os resultados mostram que os pequenos investidores enfrentam significativos custos de pesquisa e de obtenção de informação. Este fato pode explicar os motivos pelos quais esse tipo de investidor escolhe seus ativos fundamentando suas decisões no desempenho histórico das companhias.

Os pequenos investidores, não sofisticados, tendem a optar por destinar seu capital em empresas de forma indireta. Esses investidores aplicam seus recursos em quotas de fundos de investimento e, como consequência, tem uma noção limitada do valor justo dos ativos investidos. Para eles, o importante é comprar, não importando a que preço (HARRIS; GUREL, 1986; SHLEIFER, 1986).

A maioria dos pequenos investidores não apresentam condições de tomar boas decisões de investimento. Erros comuns no planejamento da aposentadoria, reduzida participação no mercado de capitais e comportamento ineficaz na tomada de empréstimos são consequências do desconhecimento sobre conceitos básicos de mercado (LUSARDI, 2008). Por outro lado, os grandes investidores institucionais são considerados bem informados, obtendo economias de escala na produção de informação e participação ativa no mercado. Menores custos de pesquisas para esses grandes investidores institucionais permitem a utilização de instrumentos de avaliação e de precificação mais sofisticados (JAMES; KARCESKI, 2002).

O investidor sofisticado tem a habilidade e a capacidade técnica de evitar três principais erros ao investir: (i) falta de diversificação, (ii) manutenção de uma proporção alocada em investimentos de risco independentemente da conjuntura de mercado, e (iii) a tendência de vender ações “vencedoras” e manter em carteira ações “perdedoras” (CALVET; CAMPBELL; SODINI, 2009). Fletcher (1988) explica esse entendimento ao afirmar que esses

investidores detêm vastos recursos e possuem profissionais formados nas melhores escolas de negócios do mundo, além de substancial experiência no mercado de capitais.

A literatura sugere que os investidores institucionais são mais sofisticados do que os pequenos investidores. Os investidores institucionais avaliam melhor os lucros divulgados e são mais capacitados para identificar desvios sistemáticos nos lucros (HAND, 1990). Boehmer e Kelley (2009) destacam que as ações com maior propriedade institucional apresentam preços mais consistentes em função de que os investidores institucionais são mais eficientes no processamento de informações. Em razão disto, o mercado avalia que esses investidores sofisticados são melhores na detecção de desvios sistemáticos observados nas previsões dos analistas e, portanto, devem se beneficiar de forma mais consistente e em maior medida do que os investidores individuais. Os Fundos de Pensão integram o seletivo grupo de investidores sofisticados em face do volume de recursos que administram.

Entre os Fundos de Pensão fechados do país em 2015, os 3 maiores representavam aproximadamente 40,0% do total dos ativos. Os 20 maiores fundos, de um total de 308, somavam em 2015 um montante de aproximadamente 67,3% dos ativos totais dos Fundos de Pensão fechados. Esses dados demonstram uma relativa concentração de recursos em poucos fundos. No Quadro 2 mostram-se os Fundos de Pensão fechados do Brasil em 2015 em total de investimentos, com destaque para os 20 maiores:

QUADRO 2 – INVESTIMENTOS DOS FUNDOS DE PENSÃO FECHADOS EM 2015

Classificação	Fundos	Investimentos (R\$ mil)
1	PREVI	153.738.811
2	PETROS	64.377.161
3	FUNCEF	55.050.175
4	FUNCESP	23.141.002
5	FUND. ITAÚ UNIBANCO	22.328.197
6	VALIA	19.353.895
7	SISTEL	15.657.349
8	FORLUZ	13.347.392
9	BANESPREV	12.828.385
10	REAL GRANDEZA	12.012.597
11	FUNDAÇÃO ATLÂNTICO	9.528.806
12	FAPES	8.978.565
13	FUNDAÇÃO COPEL	8.059.850
14	PREVIDÊNCIA USIMINAS	7.509.351
15	TELOS	6.671.906
16	CENTRUS	6.586.026
17	HSBC FUNDO DE PENSÃO	6.055.235
18	FACHESF	5.380.016
19	ECONOMUS	5.143.225
20	VISÃO PREV	5.083.899
	Subtotal	460.831.843
	OUTROS (288)	224.084.329
	TOTAL	684.915.172

FONTE: ABRAPP (2015)

Embora os Fundos de Pensão fechados sejam pessoas jurídicas de Direito Privado, de fins previdenciais e não lucrativos, os maiores Fundos de Pensão do país em ativos têm vínculos com sociedades de economia mista ou empresas públicas, que são entidades da Administração Pública Federal ou Estadual. A PREVI, o maior Fundo de Pensão fechado do país, é patrocinado pelo Banco do Brasil, uma sociedade de economia mista. O segundo maior, a PETROS, pela Petrobrás, outra sociedade de economia mista e o terceiro, o FUNCEF, pela Caixa Econômica Federal, uma empresa pública federal. Entre os 20 maiores Fundos de Pensão fechados, 9 eram patrocinados por entidades controladas pela administração pública, o que representava aproximadamente 47,42% dos ativos totais dos Fundos de Pensão em 2015.

2.3 A REGULAÇÃO ECONÔMICA E OS FUNDOS DE PENSÃO

A intervenção do Estado na economia é um instrumento antigo e remonta ao próprio surgimento do Estado. Giambiagi e Além (2008) afirmam que uma ampla literatura que envolve os conceitos de *public utilities* tem origem nos Estados Unidos e concluem que, a despeito de qualquer discussão sobre intervenção do Estado na economia, o critério definidor subjetivo é o interesse público. Esse interesse foi determinante para as intervenções ocorridas nas crises mundiais de 1929 e de 2008.

O Estado dispõe do poder de intervir na economia utilizando determinados instrumentos. Um dos instrumentos de intervenção mais utilizados pelos Estados modernos é a regulação econômica. Determinadas atividades ou serviços públicos se constituem em monopólios naturais e assim demandam intervenções regulatórias, como são os casos de serviços essenciais de energia, gás, água e esgoto (JOHNSON et al., 1996).

A intervenção da economia é fundamentada na tese de proteção estatal da sociedade, que busca o bem-estar dos seus cidadãos. A produção de bens ou serviços que pode ou deve ser objeto de regulação pelo Estado não encontra consenso na literatura mundial. Esta discussão passa por aspectos de natureza ideológica que envolve o liberalismo econômico e retrocede até os grandes pensadores liberais como John Locke e Adam Smith. Inobstante à discussão sobre uma maior ou menor intervenção, a realidade mundial mostra que a intervenção do Estado vem crescendo constantemente, inclusive por meio de mais regulação. Giambiagi e Além (2008) mencionam que o crescimento da demanda regulatória tem como principal fundamentação as falhas de mercado, especialmente em razão da existência de monopólios, naturais ou não.

O mundo não funciona em regime de concorrência perfeita e, se assim o fosse seria desnecessária a existência de políticas de concorrência e outros esforços regulatórios. Em uma economia perfeitamente idealizada haveria um grande número de fornecedores de um mesmo produto e os consumidores seriam totalmente informados das implicações de cada produto. Nessa lógica não existiriam externalidades nessa economia idealizada, uma vez que todos os aspectos estariam internalizados pelos consumidores e fornecedores de determinado produto ou serviço (VISCUSI; VERNON; HARRINGTON JR., 2000). Por isso, o Estado atua na regulação de monopólios naturais em função de que os participantes deste monopólio desfrutam de evidentes vantagens sobre os interessados rivais, na medida em que possuem demanda inelástica em relação ao preço, podendo aumentá-lo, obter maiores lucros e ainda gerar ineficiência econômica (MOCHÓN, 2007).

Esta complexidade regulatória pode apresentar diferentes facetas ou ser dividida em categorias para ser melhor estudada. A Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE) trata a regulação em três categorias diferentes: (i) Regulação Social; (ii) Regulação Administrativa; e (iii) Regulação Econômica.

A Regulação Social é relacionada com questões de proteção aos interesses de uma coletividade, tais com educação, saúde e segurança pública. A Regulação Administrativa tem relação com a burocracia do Estado, pois refere exigências de preenchimento de documentos burocráticos. A Regulação Econômica é aquela que de fato apresenta maior intervenção, pois impacta fortemente nas decisões empresariais e em mercados que apresentam falhas, e tem como principal objetivo garantir as escolhas adequadas da população para maximizar o seu bem-estar social (ALBUQUERQUE; MEDEIROS; SILVA, 2008; PAIXÃO; PINHEIRO; CHEDEAK, 2005).

A Regulação Econômica é uma limitação imposta pelo Estado aos indivíduos e organizações, sustentada pela imposição de sanções no caso de descumprimento (MATTOS, 2004). O Estado utiliza-se do seu poder de coerção com a finalidade de restringir as decisões econômicas dos agentes (VISCUSI; VERNON; HARRINGTON JR, 2000). Na concepção jurídica, a regulação é o exercício da função normativa e na perspectiva econômica a regulação pode ser compreendida como um conjunto de procedimentos de caráter administrativos de correção de falhas de mercado e de estabilização do desenvolvimento econômico (MATTOS, 2004). Entre os segmentos sujeitos a regulação econômica há dois grandes grupos que são fortemente regulados pelo Estado: o mercado financeiro e o mercado de capitais.

A Regulação Econômica pode ocorrer de forma preventiva ou surgir como uma consequência de falhas do mercado. O Mercado de capitais no mundo inteiro tem sido historicamente objeto de uma regulação como consequência das falhas do mercado.

O mercado financeiro brasileiro é extensamente regulado pelo Conselho Monetário Nacional – CMN e pelo Banco Central do Brasil – BACEN, enquanto agente de supervisão de todo o Sistema Financeiro Nacional (SFN). No âmbito do mercado de capitais a regulação é concentrada na CVM – Comissão de Valores Mobiliários.

A criação da Lei *Sarbanes-Oxley* em um país liberal foi uma consequência das fraudes e escândalos contábeis que atingiram grandes corporações nos Estados Unidos, tais como Enron, Arthur Andersen, WorldCom e Xerox. O intuito do Estado Regulador é evitar a fuga dos investidores causada pela insegurança e perda de confiança em relação as escriturações contábeis e aos princípios de governança corporativa nas empresas (PELEIAS et al., 2010; LUCAS et al., 2008).

O mercado de valores mobiliários brasileiro apresentou alguma importância na economia do país somente após os anos de 1960 (COSTA, 2006). Esta falta de importância foi motivada por fatores como: (i) os elevados níveis de inflação; (ii) a precária organização das bolsas de valores; (iii) o monopólio dos corretores públicos; (iv) a falta de legislação adequada; e, (v) os ônus impostos pela Lei da Usura (MACARINI, 2008).

Somente a partir da década de 70 que o mercado de capitais no Brasil começou a ganhar algum relevo, devido a grandes volumes de recursos transferidos para o mercado acionário, gerando um rápido crescimento da demanda por ações pelos investidores sem que houvesse aumento simultâneo de novas emissões de ações pelas empresas. Essas operações redundaram no “boom” da Bolsa do Rio de Janeiro. Entre dezembro de 1970 e julho de 1971 houve uma forte onda especulativa e as cotações das ações não pararam de subir. Logo, iniciou-se um processo de realização de lucros pelos investidores sofisticados, esclarecidos e experientes que iniciaram as vendas de suas posições. O mercado foi piorando progressivamente quando novas emissões começaram a chegar às Bolsas, aumentando a oferta de ações justamente em um momento em que os investidores procuravam vendê-las. As consequências foram inevitáveis na medida em que o mercado estava desequilibrado, pois algumas ofertas de ações de companhias extremamente frágeis e sem qualquer compromisso com seus acionistas, ocorridas no período, geraram grandes prejuízos e marcaram de forma negativa e assustadora a reputação do mercado acionário (TANJI, 2009; BULHÕES; LAMY FILHO, 1992).

Em decorrência desse cenário, em 1976 surgiram duas novas normas legais. A primeira foi a Lei nº 6.404/76, que objetivava modernizar as regras que regiam as sociedades anônimas, até então reguladas por um Decreto-Lei de 1940. A segunda, foi a Lei nº 6.385/76, que criou a CVM e introduziu no mercado uma instituição governamental destinada exclusivamente a regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, fiscalizar as Bolsas de Valores e as companhias abertas.

No Brasil, os Fundos de Pensão estão submetidos a uma dupla regulação enquanto investidores. A primeira é determinada pela CVM e contempla o universo de todo e qualquer investidor. A segunda determina que parte dos ativos dos Fundos de Pensão seja composto por carteiras de ações. A regulação específica dos Fundos de Pensão é efetuada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN); pelo Conselho Nacional de Previdência Complementar – CNPC e pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC. Os Fundos de Pensão são investidores que integram a previdência complementar privada e estão organizados no Brasil por meio da Lei Complementar nº 109 de 2001, que contempla dois níveis: o das entidades fechadas, específicas para empregados de determinada empresa ou

grupo de empresas, e o das entidades abertas, acessíveis a quem deseje participar e custeie o seu próprio plano de benefícios.

A Lei Complementar n.º 109/01 dispõe sobre o regime de previdência complementar e a Lei Complementar n.º 108/01 criou normas especiais sobre o custeio dos planos de benefícios com patrocínio estatal, estabeleceu de forma mais pormenorizada a composição dos órgãos estatutários das entidades fechadas de previdência complementar e estabeleceu regras específicas sobre a fiscalização.

As entidades abertas são aquelas constituídas unicamente sob a forma de sociedades anônimas e têm por objetivo instituir e operar planos de benefícios de caráter previdenciário concedidos na forma de renda continuada ou pagamento único, acessíveis a quaisquer pessoas físicas. As entidades fechadas, que são denominadas também de Fundos de Pensão, são aquelas acessíveis exclusivamente aos empregados de uma empresa ou grupo de empresas e aos servidores da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, entes denominados patrocinadores e aos associados ou membros de pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial, denominadas de instituidores.

As entidades fechadas de previdência complementar não têm natureza comercial. Quanto à forma jurídica, essas entidades são necessariamente organizadas sob a forma de fundação privada ou sociedade civil, sem fins lucrativos e quanto ao seu objeto se destinam a instituir planos de benefícios de natureza previdenciária e operá-los. Para viabilizar este sistema de previdência complementar, essas entidades são detentoras de recursos recebidos dos seus participantes e das entidades patrocinadoras.

A Lei Complementar nº 109/01 previu expressamente a criação de um órgão de normatização, coordenação, supervisão, fiscalização e controle das atividades das entidades de previdência complementar. Mas somente em 2009, por meio da Lei 12.154 que foi criada a Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC, autarquia de natureza especial, dotada de autonomia administrativa e financeira e patrimônio próprio, vinculada ao Ministério da Previdência Social. A mesma lei deferiu ao Conselho Nacional de Previdência Complementar – CNPC a função de órgão regulador do regime de previdência complementar operado pelas entidades fechadas de previdência complementar. O funcionamento do Conselho foi disciplinado pelo Decreto nº 7.123/10.

A composição do CNPC mostra que é forte a participação do Estado Regulador nesta atividade. O CNPC conta com oito integrantes, com direito a voto e mandato de dois anos, permitida uma recondução, sendo cinco representantes do poder público e três indicados, respectivamente: a) pelas entidades fechadas de previdência complementar; b) pelos patrocinadores e instituidores; e c) pelos participantes e assistidos. O Presidente do CNPC,

Ministro de Estado, exercerá, além do voto ordinário, o voto de qualidade no caso de empate das decisões.

A regulação estatal em relação aos Fundos de Pensão ocorre porque a formação de uma poupança previdenciária que envolve grande volume de recursos tem origem em um esforço coletivo de pessoas físicas e jurídicas e ainda conta com incentivos fiscais por parte do Estado, além da finalidade social de pagar benefícios. É uma atividade privada, mas sujeita a regulação pelo poder público. Nesse sentido a ação do Estado é exercida com os objetivos de proteger os interesses dos participantes e assistidos dos planos de benefícios, compatibilizando as atividades dos Fundos de Pensão com as políticas previdenciária e de desenvolvimento social e econômico-financeiro do país.

A regulação dos Fundos de Pensão abrange todas as atividades, inclusive aspectos específicos quando trata da questão do investimento dos recursos acumulados nos planos previdenciários. Essas entidades são grandes investidores institucionais com recursos de poupança doméstica, capazes de interferir na condução da política econômica do País, dada a sua capacidade de impulsionar ou retrain atividades econômicas específicas, pelo aumento ou retração dos investimentos que fazem em determinados setores da economia (PAIXÃO; PINHEIRO; CHEDEAK, 2005). Um dos mais importantes e impactantes aspectos da regulação dos Fundos de Pensão é em relação à aplicação dos recursos em determinados tipos de ativos.

A fixação das diretrizes de aplicação dos recursos dos planos de benefícios administrados pelos Fundos de Pensão sempre esteve a cargo do Conselho Monetário Nacional – CMN, desde a edição da primeira norma regulamentadora até a mais recente. O CMN foi instituído pela Lei nº 4.595/64 e é o órgão máximo do Sistema Financeiro Nacional, tendo, entre outras atribuições, a de orientar a política creditícia e monetária do País.

Uma fase importante da regulação dos recursos operados pelos Fundos de Pensão começou em 1994, quando a regulação passou a se concentrar na definição de limites quantitativos máximos de alocação de recursos, afastando a ideia de limites mínimos. A obrigatoriedade de aplicações em limites mínimos vinha gerando, em certos casos, distorções alocativas que não otimizavam a relação risco e retorno (PAIXÃO; PINHEIRO; CHEDEAK, 2005).

Em geral, os Fundos de Pensão apresentam perfil conservador no mercado de capitais em função do marco regulatório a que estão submetidos. Em razão disto seus recursos são aplicados no mercado de capitais com perspectivas de longo prazo e em assim sendo tendem a investir em empresas que apresentem menos riscos, sinalizando para os demais investidores quais investimentos são mais seguros. Em face do grande volume de recursos que

administram e da estabilidade que proporcionam ao mercado de capitais é natural que as companhias procurem ter os Fundos de Pensão entre os seus acionistas. A consequência também natural é que esses *players* exerçam algum tipo de influência nessas companhias, inclusive pressionando pela troca do *CEO* em certas circunstâncias.

2.4 EVENTOS EXPLICATIVOS DO *TURNOVER* DE *CEO*

Murphy e Zabojnik (2007) relataram que o *turnover* de *CEOs* aumentou nos Estados Unidos na década de 1990 em relação aos anos 1970 e 1980. Afirmam que o *turnover* foi em média de 10% ao ano nas décadas de 1970 e de 1980 e de 11% na década de 1990. Kaplan e Minton (2012) pesquisaram um período posterior e constataram que a rotatividade entre 1992 e 2005 nas grandes empresas no mercado dos Estados Unidos foi de 15,6%. Aproximadamente 64% dos *CEOs* que estavam no cargo em 1992 não permaneciam no cargo em 1997 e somente 25% daqueles que estavam no cargo em 1998 permaneciam no cargo em 2003.

Os *CEOs* tendem a permanecer nas Companhias por determinado período de tempo, mais ou menos longo a depender de alguns fatores. Cheung e Jackson (2012) afirmam que na maioria das vezes o *CEO* é considerado a face pública da empresa, demonstrando certa relação de identidade entre um e outro. Nesse sentido, a troca de *CEO* pode representar uma mudança nesta face, vista como uma ruptura, e toda mudança tende a gerar alguma inquietação e instabilidade dos agentes no mercado.

Os estudos têm demonstrado que a maioria dos anúncios de troca de *CEO* geram impactos sobre o preço das ações das empresas, para cima ou para baixo. A mudança de *CEO* em uma companhia tende a impactar na gestão da empresa e consequentemente na precificação dos seus títulos no mercado, positiva ou negativamente, dependendo, entre outros fatores da motivação da mudança. Em decorrência disto, os investidores tendem a rever suas expectativas sobre o valor da empresa em razão da relevância do papel do *CEO* no cenário das companhias (CLAYTON; HARTZELL; ROSENBERG, 2005; CHEUNG; JACKSON, 2012).

Estudos mostraram que o anúncio da saída do *CEO* se refletiu em resultados negativos em função da percepção de insegurança dos investidores em relação ao futuro da Companhia (BEATTY; ZAJAC, 1987; WARNER; WATTS; WRUCK, 1988). No entanto, quando a troca

é natural, voluntária, ou não forçada, não foi encontrada uma única explicação sobre a reação do mercado (ETEBARI; HARRIGAN; LANDWEHR, 1987; SALAS, 2010).

Parrino (1997) foi uma das primeiras pesquisadoras a classificar a mudança de *CEO*. A autora dividiu o *turnover* em dois grandes grupos: *turnover* forçado e *turnover* voluntário. Esta classificação passou a ser utilizada por outros pesquisadores em seus estudos sobre os efeitos do *turnover* no mercado de capitais. Para a autora o *turnover* voluntário é aquele que depende exclusivamente da vontade do *CEO* de se afastar da companhia. A aposentadoria e as motivações de natureza pessoal são as situações típicas de *turnover* voluntário. De outra forma, o *turnover* não voluntário é decorrente de fatores alheios a vontade do *CEO* para permanecer na companhia.

Nas últimas décadas também foram efetuadas pesquisas sobre a relação entre o *turnover* de *CEO* e o desempenho da empresa. Alguns desses estudos foram realizados na década de 1980. Desde então mais estudos têm abordado aspectos desta relação *turnover* e performance da empresa. Esta relação implica em reconhecer que existe um mecanismo de incentivo para que os *CEOs* alinhem seus interesses com os dos acionistas, e esta relação é geralmente considerada negativa (WARNER; WATTS; WRUCK, 1988; WEISBACH, 1988; MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1989; MURPHY; ZIMMERMAN, 1993; KANG; SHIVDASANI, 1995; DENIS; DENIS; SARIN, 1997; DEFOND; PARK, 1999; LAUSTEN, 2002; BRUNELLO; GRAZIANO; PARIGI, 2003; HUSON; MALATESTA; PARRINO, 2004).

As pesquisas de Grusky (1960) e Gamson e Scotch (1964) mostraram que o desempenho da empresa é um dos maiores motivos que resultam na troca de *CEO*. Datta e Guthrie (1994) avaliaram três anos de desempenho de uma empresa e descobriram que a rentabilidade mais baixa, medida por meio do retorno sobre os ativos e menor crescimento, foram associados com a seleção de um novo *CEO*. Bushman, Dai e Wang (2010) adotaram a classificação de Parrino (1997) em sua pesquisa sobre *turnover* de *CEO* para o período de 1992 a 2005 e constataram que o desempenho é um fato relevante para determinar a continuidade ou não do *CEO* nas companhias.

O estudo de Weisbach (1988) sobre o *turnover* de *CEO* mostrou os retornos e ganhos como medidas de desempenho anterior. Observou o Autor que houve forte associação entre o desempenho anterior e a probabilidade de *turnover* para empresas com Conselhos dominados por *outsiders*, mas não havia esta associação para empresas com Conselhos dominados por *insiders*. Os retornos anormais nos dias em que as demissões são anunciadas são consistentes com a ideia de que o Conselho aumenta o valor da empresa por meio da remoção da gestão que apresenta mau desempenho.

Morck, Shleifer e Vishny (1989) constataram que uma função importante do Conselho de Administração de uma empresa é monitorar o *CEO* e substituí-lo quando necessário. O Conselho de Administração examina outras empresas do mesmo setor para avaliar o desempenho dos gestores de sua empresa, e substitui o *CEO* quando a empresa apresenta baixo desempenho. No entanto este mesmo Conselho é relutante para a substituição do *CEO* quando todo o setor em que a empresa atua não apresenta bom desempenho. Embora o desempenho seja uma motivação forte, há pesquisas que detectaram outras motivações.

Denis, Denis e Sarin (1997) verificaram que o desempenho e a estrutura de propriedade afetam significativamente a probabilidade de uma mudança de *CEO*. A probabilidade de *turnover* de *CEO* é negativamente relacionada com a propriedade de dirigentes e diretores e positivamente relacionada com a presença de um *blockholder*. Encontraram uma taxa anormalmente elevada de atividade de controle corporativo nos doze meses anteriores a rotatividade do *CEO*. A pesquisa de Defond e Park (1999) evidenciou que o desempenho e o setor em que a companhia atua estão relacionados com o *turnover*. Para os autores a frequência de *turnover* é maior nas Companhias que atuam em setores com intensa concorrência.

A importância do desempenho foi também objeto do estudo de longo prazo (1971-1994) empreendido por Huson, Parrino e Starks (2001), que usaram três diferentes medidas de mudança financeira: (i) desempenho (*ROA*), (ii) mudança no *ROA* e (iii) retorno das ações. Os autores constataram que quando o desempenho diminui há aumento da probabilidade de rotatividade do *CEO*. Jenter e Lewellen (2014) confirmaram esta relação e estimam que aproximadamente 50% do *turnover* de *CEO* nos primeiros oito anos de mandato são determinados pelo desempenho. Em uma pesquisa recente, Jenter e Kanaan (2015) estudaram uma amostra de 3.365 *turnover* de *CEOs* de 1993 a 2009 e confirmaram que os *CEOs* são significativamente mais propensos a serem demitidos após o mau desempenho e, em menor grau, quando o desempenho do mercado também é ruim.

Lausten (2002) analisou a relação entre a substituição de *CEOs* e desempenho em empresas dinamarquesas. Concluiu que a rotatividade de *CEO* está inversamente relacionada com o desempenho da empresa; que os resultados são consistentes com a teoria do agente principal e que a ameaça do *turnover* garante que os *CEOs* agem no interesse dos acionistas.

A probabilidade de rotatividade de *CEOs* em razão da queda no desempenho da empresa diminui à medida que aumenta o tamanho do Conselho (YERMACK, 1996). Weisbach (1988) e Renneboog (2000) afirmam que quando o Conselho é mais independente aumenta a chance de rotatividade de *CEOs* que reportam mau desempenho da empresa. Mas quando o *CEO* acumula com o cargo de Presidente do Conselho a sensibilidade para o *turnover* é menor, mesmo quando o desempenho da empresa é ruim (RENNEBOOG, 2000;

GOYAL; PARK, 2002; HOU; CHUANG, 2008). Essa ideia tem sustentáculo nos estudos anteriores de Porta, Lopez de Silanes e Shleifer (1999); Claessens, Djankov e Lang (2000); Faccio e Lang (2002) e Rachpradit, Tang e Ba Khang (2012) ao afirmarem que um dos motivos da proteção dos *CEOs* pode ser explicado pelo fato de que há empresas ao redor do mundo controladas por famílias e, é natural que o *CEO* tenha origem na família controladora, o que explicaria certo continuísmo, mesmo diante de um mau desempenho da empresa. Brunello, Graziano e Parigi (2003) observaram que o *turnover* de *CEO* está negativamente relacionado com o desempenho da empresa quando o acionista controlador não é o *CEO*.

Murphy e Zimmerman (1993) verificaram que, além do desempenho, outras variáveis potencialmente endógenas, entre os quais, a estrutura de propriedade, as ações detidas por *blockholders* e pelos gestores, a composição do Conselho de Administração e políticas de compensação da empresa impactam na rotatividade de *CEOs*. Kang e Shivdasani (1995) examinaram a rotatividade de executivos em empresas japonesas. Encontraram resultados indicativos de que a sensibilidade ao *turnover* forçado para o desempenho é maior para as empresas com laços com um banco do que para as empresas sem tais laços e que o desempenho subsequente ao *turnover* forçado é melhor do que o anterior.

Parrino (1997) também avaliou se o novo *CEO* é de dentro da empresa, do mesmo segmento ou de fora do segmento. Constatou que os *CEOs* ineficientes são mais fáceis de identificar e menos onerosos para substituir nos segmentos compostos por empresas similares do que nos segmentos heterogêneos. Outras motivações são menos fortes.

As revelações de fraudes contábeis e corrupção corporativa ganharam destaque nas últimas décadas e podem impactar de forma relevante sobre o valor da empresa, além de culminar com a troca do *CEO*. No entanto, as pesquisas de Agrawal, Jaffe e Karpoff (1999) encontraram evidências fracas de *turnover* de *CEOs* nas circunstâncias de ocorrências de fraudes.

Kesner e Seborá (1994) realizaram uma revisão da literatura sobre *turnover* de *CEO* e concluíram que as pesquisas sobre o tema evoluíram ao longo do tempo, abrindo caminho para novos e futuros estudos, com nítida evolução nos processos metodológicos de pesquisa acadêmica.

Giambatista, Rowe e Riaz (2005) retomaram as pesquisas partindo dos estudos anteriores de Kesner e Seborá (1994). Enfatizaram sobre a atenção aos aspectos que antecedem a sucessão. Certos aspectos, como os padrões de sucessões, as características pessoais do sucessor e o envolvimento do Conselho de Administração demonstram um aumento nas evidências das motivações que refletem no *turnover* de *CEOs*.

A morte de um *CEO* geralmente é um evento surpreendente. O impacto sobre o valor da empresa tende a ser significativo quando do anúncio da morte do *CEO*. Johnson et al. (1985) analisaram 53 eventos de morte súbita de *CEO* no período de 1971 a 1982. O resultado mostrou que súbitas mortes de *CEOs* têm pouco impacto sobre o retorno de ações ordinárias, com início no dia da morte do executivo e terminando no dia em que o evento foi publicado. Mas retornos excedentes foram caracterizados, sugerindo que ocorreu ajustes de preços positivos e negativos para as mortes dos *CEOs*. McIlveen (2000) relata que em 8 de dezembro de 2000, uma estação de rádio de Sydney anunciou que Kerry Packer, *CEO* da *Publishing & Broadcasting*, havia falecido. Embora mais tarde se provasse que houve um mal-entendido, esta notícia gerou uma agitação no mercado e levou a empresa a perder valor de U\$ 39 milhões em 45 minutos, o que demonstra que até mesmo rumores de morte de *CEO* podem causar um aumento da incerteza no mercado.

Weisbach (1988), Hermalin e Weisbach (1998) e Taylor (2010) afirmam que o *turnover* não é maior em razão do desempenho porque os *CEOs* ficam protegidos no Conselho de Administração. Assim, o tamanho e a independência do Conselho também impactam no *turnover* de *CEO*. A troca do principal executivo tende a apresentar consequências lógicas e alguma instabilidade no mercado é esperada em razão da perspectiva de mudanças na política de investimentos da empresa (GRUSKY, 1960).

Wiersema (1992) afirma que o *turnover* de *CEO* começou a apresentar novas características. As empresas começaram a trazer *CEOs* de fora do seu ambiente para atuarem como agentes de mudanças. Em razão disto surgiu uma nova preocupação, que é a reação do mercado em face das mudanças que um novo *CEO*, de fora do ambiente da empresa, pode provocar nos negócios a médio e longo prazo.

Parrino, Sias e Starks (2003), Denis e Denis (1995) relatam que a maioria da rotatividade forçada ocorre nos períodos seguintes ao mau desempenho prolongado e é precedida da pressão externa dos investidores institucionais. Parrino, Sias e Starks (2003) sugerem que os conselhos são mais propensos a agir por mudanças quando submetidos a pressão externa dos investidores institucionais.

Fiordelisi e Ricci (2014) confirmam a relação desempenho da empresa e rotatividade de *CEOs* em um estudo com empresas norte-americanas entre 1994 e 2011. Neste estudo os autores usaram variáveis sobre a cultura das empresas e demonstraram que a probabilidade de mudança de *CEO* com mau desempenho é influenciada positivamente pela cultura de concorrência da empresa.

A pesquisa de Grundfest (1993) concluiu que o *turnover* de *CEO* forçado é frequentemente associado com a pressão externa, em vez de um resultado do monitoramento

eficaz do Conselho. Kaplan e Minton (2012) destacam o ativismo dos investidores institucionais. Os autores relatam que as trocas dos *CEOs* estão relacionadas com os aumentos das participações dos acionistas no bloco de controle e independência do Conselho.

A postura dos Fundos de Pensão com o *turnover* dos *CEOs* tem relação com o crescimento do ativismo dos acionistas nos Estados Unidos. Del Guercio, Seery e Woidtke (2008) examinaram a forma como os Fundos de Pensão agem para pressionar as empresas em que investiram a realizarem mudanças no interesse dos investidores. As pressões são efetuadas por meio de acordo de votos com outros investidores no sentido contrário ao proposto pelo Conselho. É uma forma de mostrar a insatisfação dos Fundos de Pensão com a gestão da empresa e pressionar o Conselho a realizar mudanças. Entre essas mudanças está a troca do *CEO*. Em razão da dispersão do capital no mercado norte americano esses investidores institucionais não agem sozinhos.

Grundfest (1993) argumentou que uma exibição substancial de votos contrários resultantes de uma campanha dos investidores insatisfeitos pode gerar publicidade negativa para a empresa ou para seu *Board*, o que é suficiente para provocar negociações e evitar uma votação pública de desconfiança. Desta forma os Fundos de Pensão, quando agem em conjunto, representam uma ameaça mais eficaz do que um acionista isoladamente, na medida em que os diretores das empresas irão querer evitar o constrangimento público e danos associados às suas reputações individuais.

A pesquisa de Del Guercio, Seery e Woidtke (2008) sobre as campanhas dos Fundos de Pensão para a troca de *CEO* mostra que nesses casos o *turnover* atingiu 25% no período de até um ano após o início da campanha. Esta taxa de *turnover* é três vezes superior em relação a taxa média observada nas outras empresas e demonstra a eficácia da estratégia dos Fundos de Pensão na busca por mudanças nas empresas investidas, bem como a importância desses *players* no cenário do mercado de capitais.

A regulação pode acarretar a saída do *CEO*. Instituições financeiras são fortemente reguladas e seus *CEOs* estão sujeito ao cumprimento de requisitos regulatórios adicionais para o exercício do cargo. O Banco Central do Brasil foi criado pela Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964 e tem a regulação e a supervisão do Sistema Financeiro Nacional (SFN) entre as suas principais atribuições.

Para operar em certos mercados a regulação também pode impor condições de permanência dos *CEOs*. Além da CVM, a BM&FBovespa também regula o mercado de capitais brasileiro. Os regulamentos expedidos são o Regulamento de Listagem do Novo Mercado e o Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa, aprovados pelo seu Conselho de Administração por meio das Resoluções nºs. 264/2000 e 265/2000. A

regulação dos níveis de Governança Corporativa da BMF&Bovespa para os níveis de governança corporativa do Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 determinou que as Companhias deveriam ajustar as estruturas de gestão de forma que as mesmas pessoas não deveriam exercer simultaneamente a função de *CEO* e de Presidente do Conselho de Administração. Em função desta regulação os *CEOs* que acumulavam essas funções foram afastados da função de *CEO* para permanecerem somente na Presidência do Conselho.

As mudanças políticas que ocorrem no Poder Executivo no cenário brasileiro, seja a nível Federal, Estadual ou Municipal, podem impactar na gestão das companhias em que a Administração Pública detenha participação significativa no capital. A maioria das mudanças tem origem em arranjos políticos e acarretam a troca do principal executivo.

As combinações de negócios entre grupos econômicos geram movimentos no quadro de executivos das organizações. As incorporações, fusões e cisões decorrentes de reestruturação societária podem acarretar na saída do *CEO*.

No Quadro 3 apresenta-se a compilação de alguns estudos precedentes sobre o *turnover* de *CEO* nas últimas décadas. Este quadro mostra os autores aglutinados em razão dos aspectos mais importantes da pesquisa, embora alguns desses autores também incluíssem outras variáveis em seus estudos. No Apêndice I estão relacionados estes e outros autores com maior nível de detalhamento, bem como os seus estudos.

QUADRO 3 – ESTUDOS PRECEDENTES SOBRE TURNOVER DE CEO

ASPECTOS RELEVANTES PESQUISADOS	PRINCIPAIS AUTORES (ANO)
O desempenho da empresa impacta no <i>turnover</i> do <i>CEO</i>	Gamson e Scotch (1964); Weisbach (1988); Datta e Guthrie (1994); Denis e Denis (1995); Kang e Shivdasani (1995); Yermack (1996); Denis, Denis e Sarin (1997); Renneboog (2000); Huson, Parrino e Starks (2001); Parrino, Sias e Starks (2003); Huson, Malatesta e Parrino (2004); Del Guercio, Seery e Woitke (2008); Salas (2010); Taylor (2010); Cheung e Jackson (2012); Jenter e Lewellen (2014); Fiordelisi e Ricci (2014); Jenter e Kanaan (2015).
Classificação do <i>turnover</i> forçado ou voluntário	Parrino (1997); Bushman, Dai e Wang (2010)
Os efeitos da sucessão dependem do tamanho da empresa	Reinganum (1985)
Anúncios de mudanças de <i>CEO</i> são associados com uma redução no valor da empresa	Beatty e Zajac (1987)
<i>Turnover</i> decorrente de problemas de saúde ou falecimento	Johnson et al. (1985); Etebari, Horrigan e Landwehr (1987)
<i>Turnover</i> relacionado com a composição do Conselho	Grusky (1960); Hermalin e Weisbach (1998); Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999); Claessens, Djankov e Lang (2000); Faccio e Lang (2002); Rachpradit, Tang, e Ba Khang (2012)
Estrutura de propriedade e políticas de compensação influenciam o <i>turnover</i>	Murphy e Zimmerman (1993)
O <i>turnover</i> de <i>CEO</i> forçado está associado a pressão externa	Grundfest (1993)
Histórico das pesquisas sobre o <i>turnover</i> de <i>CEO</i>	Kesner e Sebor (1994); Giambatista, Rowe e Riaz (2005)
Efeitos da descoberta de fraudes sobre o <i>turnover</i> de <i>CEO</i>	Agrawal, Jaffe e Karpoff (1999)
O <i>turnover</i> em setores com intensa concorrência	Defond e Park (1999).
Padrões para rotatividade forçada e voluntária.	Kaplan e Minton (2012)

FONTE: Elaborado pelo Autor (2016)

Os estudos precedentes sobre *turnover* de *CEO* demonstram uma evolução no olhar do pesquisador. Ao longo do tempo as pesquisas foram incluindo outras variáveis objetivando compreender melhor a reação do mercado ao anúncio de mudanças forçadas ou voluntárias de *CEO*. Os efeitos do *turnover* de *CEO* podem ser avaliados por meio da Metodologia do Estudo de Eventos.

2.5 REVISÃO DAS PESQUISAS COM METODOLOGIA DE ESTUDO DE EVENTOS

O Estudo de Eventos consiste na análise do efeito de informações específicas do mercado que podem afetar a precificação dos valores dos títulos de determinadas empresas. É um método utilizado em testes que objetivam avaliar a eficiência do mercado de ações na sua forma semiforte de ajustamento de preços aos anúncios e notícias públicas (FAMA, 1991). Entre os eventos mais estudados estão a subscrição de ações, emissão de títulos de dívida, como debêntures, lançamento de recibos de depósito em outros mercados; bonificações, pagamento de dividendos, divulgações trimestrais, semestrais ou anuais de lucros; fusões e aquisições, vencimento de opções, desdobramento de ações (*splits*) e *turnover* de CEO.

Mackinlay (1997) ao analisar a evolução do estudo de eventos destaca que o método não é recente, e que talvez o primeiro estudo de evento publicado tenha sido desenvolvido por James Dolley em 1933, quando examinou o efeito no preço nas ações ocasionado em dias próximos aos desdobramentos de ações ocorridos entre 1921 e 1931.

A metodologia evoluiu ao longo dos anos. As pesquisas de Myers e Bakay (1948); Barker (1956, 1957, 1958) e de Ashley (1962) representaram um avanço na metodologia do estudo de eventos em razão da segregação dos eventos e também em função da remoção dos efeitos gerais nos preços. Esses estudos seminais propiciaram uma maior consistência estatística à metodologia. Os avanços continuaram com Ball e Brown (1968) ao analisarem a resposta do mercado à divulgação de Demonstrações Contábeis, considerando a variação dos preços das ações, e identificando uma resposta antecipada do mercado. Na mesma década Fama et al. (1969) realizaram uma pesquisa sobre os efeitos de novas informações em um desdobramento de ações, concluindo que o mercado acionário era eficiente no sentido de que os preços das ações se ajustavam rapidamente às novas informações.

Para Brown e Warner (1980), o maior objetivo de um estudo de eventos é avaliar a extensão em que os retornos dos títulos são diferentes daqueles considerados normais, dado um modelo de equilíbrio de determinação de retornos esperados nos dias próximos a data de ocorrência do evento.

O Estudo de Eventos procura observar o efeito de um dado evento no preço de uma classe particular dos títulos de uma ou mais empresas, a depender do evento (CAMPBELL; LO; MACKINLAY, 1997; WOOLDRIDGE, 2010). A utilidade do método está alicerçada no fato de que, dada a racionalidade do mercado, os efeitos do evento deverão refletir imediatamente nos preços dos títulos (CAMPBELL, LO; MACKINLAY, 1997). Elton, Gruber e Busse (2004) afirmam que o estudo de eventos é uma metodologia econométrica

capaz de examinar se os mercados são eficientes e, especificamente, em relação a velocidade com que a informação avaliada é incorporada ao preço da ação. Snowberg, Wolfers e Zitzewitz (2011) destacam que a metodologia de Estudo de Eventos tem sido utilizada para tratar uma variedade de questões e que os resultados são notoriamente sensíveis as escolhas efetuadas pelos pesquisadores. Os Estudos de Eventos podem produzir resultados diferentes, dependendo de três aspectos que são inter-relacionados: (i) escolha da janela do evento; (ii) atribuição de um evento no início da janela do evento e (iii) a presença ou ausência de outros eventos dentro da janela do evento. Camargos e Barbosa (2003) elaboraram um resumo das pesquisas no âmbito nacional, cuja síntese consta no Quadro 4:

QUADRO 4 - ESTUDO DE EVENTOS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Autor (es) / Ano	Período	Evento Estudado	Método	Janela de Estimação	Janela de evento	Janela de Comparação
LEAL (1988, 1989)	Jan./ 81 a dez./ 85 (diários)	Emissões Públicas de Ações	Índice de Comparação (IC)	1, 5, 15, 30 e 60 dias úteis	n. u.	n. u.
LEAL E AMARAL (1990)	1978 a 1987 (diários)	Aberturas de Capital	Índice de Comparação (IC)	n. u.	n. u.	1, 2, 3, 4, 5, 30, 60, 90, 180 e 60 dias úteis
LEITE E SANVICENTE (1991)	Jan. a abr. de 89 (diários)	Demonstrações Contábeis	Modelo de Mercado	30 pregões	- 30 a + 5 pregões	n. u.
SCHIEHL (1996)	Jan./ 87 a abr./ 95 (mensais)	Demonstrações Contábeis	Modelo de Mercado	100 meses	- 4 a + 4 meses	n. u.
NAVARRO (1997)	Jan./88 a dez./93 (semanais)	Dividendos	Modelo de Mercado	312 semanas	-1 a + 1 (semanas)	n. u.
HERRERA E PROCIAHOY (1998)	Out./88 a jun./96 (semanais)	Anúncio de Concordata	Retorno Ajustado ao Mercado e ao Risco e ao Mercado com <i>Trade-to-Trade</i>	250 semanas	-10 a + 10 (dias)	50 semanas
VIEIRA E PROCIAHOY (1998)	Jan./ 87 a mai./ 97 (diários)	Stock splits e stock dividends	Modelo de Mercado com <i>Trade-to-Trade</i>	240 dias úteis	- 30 a + 30 dias	n. u.
CORDEIRO, PEROBELLI E ARBEX (1999)	Set./ 97 a jan./ 99 (diários)	Eventos Macroeconômicos	Retorno Ajustado à Média	21 dias	-20 a + 21; -10 a + 11; -7 a + 8; -5 a + 6; -3 a + 4 (dias)	20 dias
BUENO, BRAGA E ALMEIDA (2000)	Mai./ 95 a jan./ 98 (diários)	Fusões & Aquisições	Método do Índice de Comparação (IC)	1, 5, 10, 15 e 30 pregões	n. u.	n. u.
PEROBELLI E NESS JR. (2000)	Jan./ 97 a mai./ 98 (diários)	Divulgação de Lucros Trimestrais	Retorno Ajustado ao Mercado	30 dias	- 9 a + 9 dias	n. u.
HOLTHAUSEN E GALLI (2001)	n. d. (diários)	Lançamento de ADRs	Modelo de Mercado com <i>Trade-to-Trade</i>	250 pregões	- 40 a + 40 pregões	100 pregões
PROCIAHOY E ANTUNES (2001)	Mar./1989 a ago./1999 (diários)	Demonstrações Contábeis	Modelo de Mercado com <i>Trade-to-Trade</i>	239 dias	- 5 a + 5 dias	n. u.
VIEIRA e PROCIAHOY (2001)	Jan./ 87 a mai./ 97 (diários)	Bonificações	Retorno Ajustado ao Mercado e ao Risco e com <i>Trade-to-Trade</i>	210 dias úteis	- 30 a + 30 dias	n. u.
BERTUCCI, AMARAL e GARCIA (2002)	Jul./ 94 a set./ 01 (diários)	Subscrição de Ações	Modelo de Mercado	60 dias	- 20 a + 20 dias	n. u.
NOVIS NETO e SAITO (2002)	Jan./98 a dez./ 00 (diários)	Pagamento de Dividendos	Modelo de Mercado	90 dias	- 10 a + 10 dias	90 dias

FONTE: CAMARGOS; BARBOSA (2003)

Após as pesquisas de Camargos e Barbosa (2003) novas pesquisas foram desenvolvidas utilizando a metodologia de Estudo de Eventos. Firmino, Santos e Matsumoto (2004) pesquisaram os retornos anormais decorrentes de anúncios da distribuição de dividendos e concluíram que o anúncio do pagamento dos dividendos ou dos juros sobre capitais próprios não acarreta retorno anormal acumulado ajustado ao mercado, com base nos resultados das estatísticas *t student* aplicadas para todo o período da análise.

Medeiros e Matsumoto (2004) estudaram eventos de emissões públicas de ações e também apresentaram evidências de características contrárias à eficiência informacional do mercado. Concluíram que há retornos anormais negativos significativos próximos de três semanas antes do anúncio, indicando a existência de *inside information*, o que anteciparia o que ocorreria na data do anúncio.

Martinez (2005) investigou a reação dos investidores em relação as surpresas nos lucros das empresas. Utilizando uma amostra de ações do mercado brasileiro no período de 1996 a 2003. O Autor concluiu que há uma relativa ineficiência informacional do mercado brasileiro, uma vez que se pode realizar lucro negociando com base em informação privada sobre surpresa nos resultados.

Kwitko e Procianoy (2005) analisaram os comportamentos nas cotações de ações e suas respectivas ADRs nos momentos imediatamente anteriores e posteriores à realização de pagamentos de dividendos (10 dias prévios e 10 dias seguintes). Concluíram pela existência de evidências de ineficiência do Mercado.

Procianoy e Verdi (2005) realizaram estudo de eventos com o objetivo de identificar a existência de anormalidades nos retornos de ações que foram incluídas ou excluídas dos índices IBOVESPA, IBr-X100 e IBr-X50. Constataram que houve retornos anormais positivos em torno da data do evento para as adições nos índices IBOVESPA e IBRX50 e negativos nas exclusões dos índices IBOVESPA e IBRX100.

Bartholdy, Olson e Peare (2007) pesquisaram o retorno anormal na Bolsa de Valores de Copenhague utilizando Estudo de Eventos. A principal conclusão é que os Estudos de Eventos podem ser realizados desde que certos aspectos sejam considerados. Eles afirmam que é necessário um mínimo de 25 eventos para obter tamanho e poder aceitável em testes estatísticos e que testes não paramétricos podem ser mais adequados para amostras pequenas.

Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008) pesquisaram a reação do mercado de capitais quando dos anúncios de prejuízos apresentados pelas empresas de capital aberto. Os resultados mostraram que os anúncios de prejuízos, divulgados por meio da Demonstração de Resultado do Exercício, apresentaram-se como uma informação contábil relevante e geraram reações negativas no mercado de capitais nos dias seguintes ao anúncio. Foram observadas quedas nos preços e retornos das ações da maioria das empresas da amostra analisadas da pesquisa, constatando a eficiência da forma semiforte para o mercado de ações brasileiro em relação a essa informação.

Paulo, Sarlo Neto e Santos (2013) estudaram se os preços das ações reagem à divulgação do lucro contábil trimestral e, ao mesmo tempo, avaliaram se essa reação é diferente das reações mensuradas para os demais dias do período analisado. A metodologia

consistiu na realização de estudos de eventos diários ao longo do período compreendido entre 07/1999 a 03/2008, para 91 firmas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, perfazendo 133.658 eventos-firma. A significância das variações anormais dos preços foi verificada por meio dos testes Portfolio, Sinais, Sinais Generalizados e Rank. Os resultados indicaram que o conteúdo informacional do lucro contábil trimestral divulgado é assimétrico, uma vez que o mercado só reagiu às divulgações de variações negativas (*bad news*). Essas reações foram diferentes daquelas observadas para as *good news* e para os demais dias do período analisado.

Smolarski e Vega (2013) estudaram os efeitos de eventos extremos na indústria de petróleo e gás. Classificaram os eventos extremos em global, setor específico e específico da empresa. Foi utilizado um modelo de probabilidade Bayesiana e o modelo *Exponential Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (EGARCH)* para avaliar o impacto da divulgação de eventos extremos nos retornos. Os resultados sugerem que acontecimentos políticos têm mais efeitos em comparação com aqueles classificados como eventos econômicos. Os efeitos globais são mais pronunciados nas classificações globais e ao nível da empresa. Ao nível da empresa, eventos econômicos extremos têm um impacto mais significativo do que eventos extremos políticos.

Gabriel, Ribeiro e De Sousa Ribeiro (2013) estudaram o comportamento dos preços de ações de companhias que pertencem aos segmentos da linha branca (eletrodomésticos), móveis, papel e celulose, nos dias próximos ao comunicado do governo sobre a redução do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI). As conclusões serviram para compreender melhor o comportamento das ações das empresas pertencentes aos setores da linha branca, móveis, papel e celulose, no período objeto do estudo.

Pimenta, Marques e Macedo (2016) verificaram a reação do mercado de capitais para anúncios das combinações de negócios. Os resultados indicaram que 63 das 64 operações analisadas não apresentaram reações, sugerindo que os anúncios de combinação de negócios não causaram impacto no mercado brasileiro.

2.6 HIPÓTESE DA PESQUISA

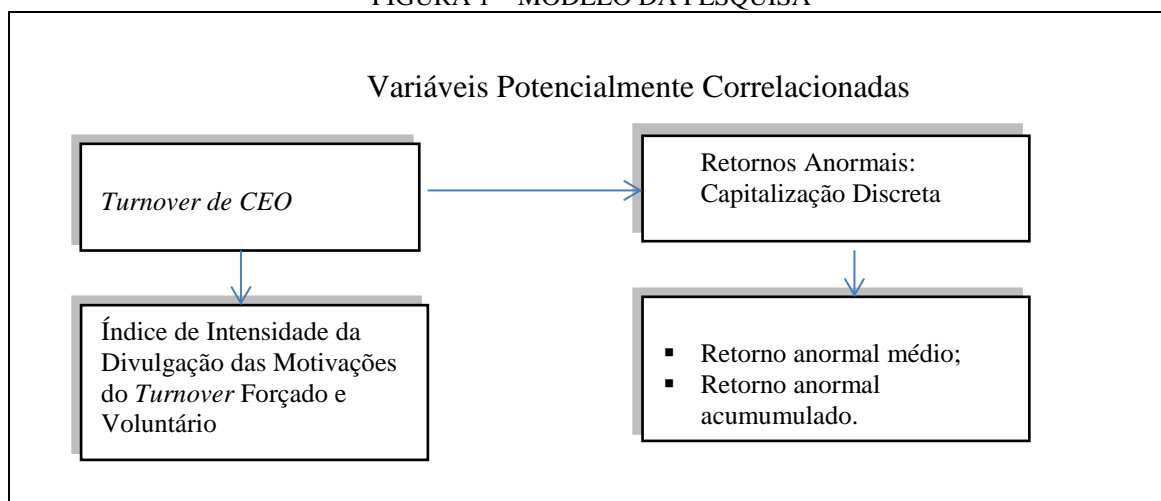
Os argumentos apresentados convergem para que a troca de *CEO* influencie nas decisões de investimentos em empresas que tenham participações de Fundos de Pensão. Nesse sentido, a hipótese que orienta este estudo prediz que os retornos das ações das empresas que

tenham participações dos Fundos de Pensão reagem em função das motivações que levam ao *turnover* do *CEO*.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Neste capítulo estão descritos os procedimentos estatísticos e metodológicos que serão utilizados na presente pesquisa. O estudo caracteriza-se como uma pesquisa descritiva para investigar a relação entre o retorno anormal das ações e as motivações do *Turnover* de *CEO* no mercado de capitais na perspectiva dos Fundos de Pensão. Desse modo, a pesquisa caracteriza-se em empírica-analítica, com aplicação de inferência estatística. As variáveis potencialmente correlacionadas neste estudo são apresentadas na Figura 1, que sintetiza o seu encadeamento na investigação:

FIGURA 1 – MODELO DA PESQUISA



FONTE: Elaborado pelo Autor

A hipótese da pesquisa pressupõe que **os retornos das ações das empresas com participações de Fundos de Pensão estão relacionados com a intensidade da divulgação dos fatos que motivaram o *turnover* de *CEO*.** O estudo se fundamenta na Hipótese do Mercado Eficiente, que nesse caso, prediz que o mercado reage às notícias de mudança de gestor das organizações cujos desdobramentos podem redundar em impactos no retorno dos títulos em razão da intensidade de divulgação dos motivos que conduziram a mudança na gestão das empresas.

O período pesquisado de 2010 a 2014 é porque este é um período pós-crise mundial de 2008 e após a implantação do IFRS - *International Financial Reporting Standards* no Brasil. A crise mundial de 2008 trouxe reflexos em todo o mundo, afetando o desempenho das companhias e a implantação do *IFRS* no Brasil gerou a necessidade de ajustes na

Contabilidade das companhias a partir de 2008. Em razão disto as informações a partir de 2010 estão isentas dos efeitos dos eventuais ajustes decorrentes desses fatos

3.1 VARIÁVEIS POTENCIALMENTE CORRELACIONADAS

Para ajudar a analisar a relação entre o *turnover* de *CEO* e os retornos anormais foram selecionadas as seguintes variáveis explicativas: Setor (SET), controle do capital público ou privado (PUBPRI), tamanho da empresa (TAM) e desempenho (ROA). De forma resumida as variáveis com potencial explicativo estão sintetizadas no Quadro 5.

QUADRO 5 - RESUMO DAS VARIÁVEIS POTENCIALMENTE CORRELACIONADAS

Variáveis	Definição operacional	Operacionalização
Setor	Identifica o setor de atividade econômica da empresa	Setor da atividade econômica utilizada pelo <i>Bloomberg</i> ®
Tamanho da Empresa	Trata-se de uma <i>proxy</i> do porte da empresa	Logaritmo natural do Ativo.
Controle Público ou Privado	Trata-se de uma <i>proxy</i> para acionista controlador	Informação constante no Formulário de Referência
Desempenho defasado	Verifica o desempenho da empresa	$ROA = \frac{\text{Lucro}}{\text{Ativo Total médio}}$

FONTE: Elaborado pelo Autor (2016)

A classificação setorial é importante para a avaliação entre os retornos anormais, o *turnover* do *CEO* e o setor da atividade econômica da empresa. Na pesquisa foi adotada a classificação utilizada pelo *Bloomberg*®, que utiliza uma classificação setorial mundial para todas as empresas em qualquer parte do mundo. Embora a BM&FBovespa também possua uma classificação setorial, que se aproxima àquela utilizada pelo *Bloomberg*®, optou-se pela última porque sua utilização é internacional. Esta variável pode evidenciar se há ou não concentração dos retornos na ocorrência dos eventos em determinados setores da economia.

No Brasil o controle do capital é concentrado. Andrade e Rosseti (2006) e Lopes e Alencar (2010) afirmam que prevalece no cenário nacional a figura de um único acionista controlador, o qual detém mais de 50% das ações ordinárias, ou seja, aquelas com Direito a voto. Além disso, para manter os benefícios privados do controle, predomina a emissão de ações com direitos de voto limitados ou sem esse Direito (ações preferenciais); arranjos de propriedade cruzada de ações e a formação de estrutura piramidal. É importante avaliar os retornos em função do controle do capital ser público ou privado. Esta importância é porque o Estado Brasileiro detém o controle do capital de empresas de economia mista de grande porte, como a Petrobrás e o Banco do Brasil.

O controle societário de uma empresa investida pelos Fundos de Pensão é público ou privado. O acionista controlador é aquele que detém os poderes para eleger a maioria dos membros do Conselho de Administração e tem preponderância nas deliberações sociais das empresas investidas. O controle é considerado público quando o acionista controlador, ou grupo de acionistas aglutinados por meio de acordos legais, pertence a administração pública direta ou indireta. Quando o controle não é público, por exclusão, é considerado privado.

A relevância desta variável é porque quando o acionista controlador for da área pública o *turnover* de *CEO* tende a ser menor em razão das implicações naturais de natureza política que uma troca de *CEO* pode provocar.

Neste estudo, o controle acionário entre público e privado está identificado diretamente pela informação que consta no Formulário de Referência elaborado pelas companhias. Embora as sociedades de economia mista contenham participação do capital privado, sua característica intrínseca é de propriedade estatal, porque não se confunde a participação da iniciativa privada no capital social com o controle societário.

Em relação ao Tamanho da Empresa trata-se de uma *proxy* para o porte, medido pelo logaritmo natural do ativo total (FRANCIS; SCHIPPER; VINCENT, 2002; FRANCIS et al. 2005; GU; LEE; ROSETT, 2005; ALMEIDA, 2010).

As maiores empresas tendem a ter uma participação absoluta maior dos Fundos de Pensão. Pela mesma razão tendem a estar mais suscetíveis a pressões pela troca de *CEO* em razão do mau desempenho reportado ou em razão de problemas de governança corporativa ou ainda em função de outras motivações.

Nesta pesquisa, o desempenho será representado pelo *ROA*, onde a rentabilidade do ativo representa a razão entre o lucro antes dos juros e tributos (lucro operacional) pelo ativo total médio defasado em um ano (MARTINS; DINIZ; MIRANDA, 2012).

Nesse sentido Jenter; Kanaan (2015) explicam que uma boa medida de desempenho é obtida pelos dados contábeis, porque são medidas de lucro de curto prazo que são melhores preditores de rotatividade de *CEOs* do que os retornos do mercado de ações e que o *ROA* é uma dessas medidas. Esta variável poderá demonstrar que o desempenho é de fato uma das principais motivações do *turnover* de *CEO*, porque as empresas tendem a não assumir expressamente que a motivação da troca seja o desempenho, mesmo quando os resultados reportados não sejam bons.

3.2 COMPOSIÇÃO DAS MOTIVAÇÕES EXPLICATIVAS DO *TURNOVER*

Parrino (1997) foi a precursora no estabelecimento de uma classificação para a troca de *CEO*. A autora dividiu os eventos explicativos para a mudança de *CEO* em duas grandes dimensões. (i) Dimensão Forçada e (ii) Dimensão Voluntária. O enfoque foi avaliar os efeitos quando o novo *CEO* era do mesmo setor ou de outro segmento, ou ainda oriundo da própria empresa (*insider*) ou de fora (*outsider*). A classificação das motivações determinantes de *turnover* de *CEO* não encontra um consenso. A classificação entre forçada ou voluntária enfrenta algum grau de arbitrariedade do pesquisador. Alguns estudos têm tentado mitigar essa subjetividade por meio de um equilíbrio entre objetividade e precisão, adotando como base de informação os relatórios publicamente disponíveis na mídia especializada para determinar a efetiva razão da saída.

Dissanaike e Papazian (2004); Warner, Watts e Wruck (1988) e Weisbach (1988) reconheceram em suas pesquisas as dificuldades de classificar de forma objetiva e precisa entre saídas forçadas e saídas voluntárias do *CEO*. Isto ocorre porque as empresas tendem a ocultar os verdadeiros motivos do *turnover* do *CEO*, utilizando expressões evasivas, não fornecendo nenhuma razão para a troca ou ainda declarando outras motivações que não a verdadeira.

Os primeiros estudos que abordaram a classificação das notícias sobre *turnover* de *CEO* classificaram as saídas do *CEO* em forçada se houvesse declaração explícita da empresa contendo termos como “demissão”, “conflito” ou “convidado a se demitir”, e as demais razões eram classificadas como voluntárias (ENGEL; HAYES; WANG, 2003; MAHAJAN; LUMMER, 1993; WORRELL; DAVIDSON; GLASCOCK, 1993). Cheung e Jackson (2012) criticaram esse método de classificação porque ele é dependente de detalhes fornecidos pela empresa no anúncio, falhando para capturar casos em que as empresas evitam deliberadamente explicitar a natureza da saída do *CEO*.

Em razão da evolução da tecnologia, os participantes do mercado passaram a ter acesso a informações complementares a partir de uma variedade de fontes, incluindo relatórios dos analistas financeiros, anúncios anteriores e comentários da mídia especializada, diminuindo com isto a dependência da informação fornecida pelas empresas. Através da análise de informações contidas em outras fontes, os participantes do mercado podem formar opiniões sobre a verdadeira razão para a saída do *CEO*. Cheung e Jackson (2012) examinaram se os efeitos da volatilidade dos retornos resultantes da saída do *CEO* diferem entre saídas voluntárias e forçadas no contexto australiano. Criticam os estudos anteriores porque aqueles

teriam como base somente o anúncio oficial emitido pela empresa e que talvez oculte os verdadeiros motivos da saída do *CEO*. Assim, afirmam que a metodologia empregada por eles apresenta melhor consistência estatística em relação as pesquisas anteriores.

Nesse sentido, a composição das Motivações Explicativas do *Turnover* será dividida em (1) *Turnover* Forçado e (2) *Turnover* Voluntário. Esta divisão está alinhada aos procedimentos adotados por Parrino (1997); Bushman, Dai e Wang (2010) e Cheung e Jackson (2012).

A classificação das notícias entre forçada e voluntária sobre as motivações de *turnover* de *CEO* é aquela desenvolvida por Parrino (1997). Bushman; Dai e Wang (2010) também adotaram esta forma para classificar as notícias sobre as mudanças do *CEOs* de uma amostra que compreendeu o período de 1992 a 2005. Os autores buscaram as notícias no *Factiva news database*, uma fonte de divulgação de notícias corporativas. Parrino (1997) buscou as notícias sobre as mudanças do *CEO* no *Wall Street Journal* para identificar a data do anúncio da sucessão e determinar as circunstâncias da mudança. No Quadro 6 demonstra-se as duas dimensões de classificação das motivações explicativas do *turnover* de *CEO*.

QUADRO 6 – COMPOSIÇÃO DAS DIMENSÕES DAS MOTIVAÇÕES DO *TURNOVER* DE *CEO*

DIMENSÕES DAS MOTIVAÇÕES	
<i>Turnover</i> Forçado	<i>Turnover</i> Voluntário
Informações divulgadas em mídias especializadas sobre a troca de comando da Companhia em razão de motivações que não dependem da vontade do <i>CEO</i>	Informações divulgadas em mídias especializadas sobre a troca de comando das Companhias em razão de motivações que dependem exclusivamente da decisão do <i>CEO</i>

FONTE: Adaptado de PARRINO (1997)

A Dimensão Forçada implicará em reconhecer que a troca de *CEO* decorre de uma decisão do Conselho de Administração, que é o órgão que tem a competência legal para destituir o *CEO* do cargo.

A partir das Dimensões de Motivações para a troca do *CEO*, foi elaborado um Índice Explicativo da Intensidade das Motivações do *turnover* de *CEOs*. A Dimensão Voluntária implica em reconhecer como motivação para a saída do principal executivo as decorrentes de decisões próprias do *CEO*. As motivações de natureza voluntária têm baixa ocorrência em razão da tendência natural dos *CEOs* se protegerem no Conselho das Companhias. Parte dos motivos da proteção dos *CEOs* pode ser explicada pelo fato de que há empresas ao redor do mundo controladas por famílias, sendo natural que o *CEO* seja de origem da família controladora, o que explicaria certo continuísmo, mesmo diante de um mau desempenho (FACCIO; LANG, 2002; RACHPRADIT, TANG; BA KHANG; 2012).

O índice para as Dimensões Forçada e Voluntária foi estruturado considerando as seguintes motivações: Desempenho Econômico, Financeiro ou Estratégico Insatisfatórios; Decorrente de Doença; Decorrente de Morte; Deixar o cargo para permanecer apenas no Conselho de Administração; Decorrente de Prisão; Envolvido em Fraude Contábil e Corrupção Corporativa; Decorrente de Novas Regulações do Sistema Financeiro; Provocado por Mudanças Políticas de Governo; Decorrente de Reestruturação Organizacional; Decorrente de Aposentadoria e Motivado por Causas Pessoais.

Compuseram o índice todas as motivações de *turnover* de *CEO* que normalmente ocorrem em empresas nacionais e internacionais, conforme descrito na literatura e que presumivelmente apresentam alguma relação com os retornos anormais das ações das companhias brasileiras de capital aberto no período pesquisado. No Quadro 7 estão sintetizadas as motivações nas respectivas Dimensões:

QUADRO 7 – MOTIVAÇÕES EXPLICATIVAS DO *TURNOVER* DE *CEO*

MOTIVAÇÕES DO <i>TURNOVER</i> FORÇADO
Desempenho Econômico, Financeiro ou Estratégico Insatisfatórios
Decorrente de Doença
Decorrente de Morte
Deixar o cargo para permanecer apenas no Conselho de Administração
Envolvido em Fraude Contábil e Corrupção Corporativa
Decorrente de Novas Regulações do Sistema Financeiro
Provocado por Mudanças Políticas de Governo
Decorrente de Reestruturação Organizacional
MOTIVAÇÕES DO <i>TURNOVER</i> VOLUNTÁRIO
Decorrente de Aposentadoria
Motivado por Causas Pessoais

FONTE: Elaborado com base em PARRINO (1997)

As situações consideradas forçadas para a saída de *CEO* serão aquelas cujas notícias mencionem que o *CEO* foi despedido, forçado a sair da posição, ou saiu devido a diferenças políticas não especificadas. Serão classificadas como voluntárias as saídas quando o anúncio mencionar que o *CEO* assumiu uma posição comparável em outro lugar ao tempo do anúncio (JENTER; KANAAN, 2015). Estas informações possibilitaram a obtenção das variáveis e métricas utilizadas na análise das relações entre as motivações de troca do *CEO* e o retorno anormal das ações na Janela do Evento.

3.3 ANÁLISE DE CONTEÚDO PARA MAPEAR O ÍNDICE EXPLICATIVO DA INTENSIDADE DA DIVULGAÇÃO DAS MOTIVAÇÕES DO *TURNOVER* DE *CEO*

Para identificar as motivações do *turnover* de *CEO* foi utilizada a Técnica de Análise Conteúdo das notícias divulgadas dentro da faixa temporal da Janela de Eventos. No presente estudo foram pesquisadas as notícias disponíveis na plataforma do *Bloomberg*® e complementadas em outros meios de divulgação disponíveis, com caráter confirmatório ou complementar. As outras mídias eletrônicas foram a *Exame*, *ComDinheiro* e *Valor Econômico*.

A Análise de Conteúdo é conceituada como um conjunto de técnicas que busca obter, por meio de procedimentos sistemáticos e objetivos, indicadores capazes de inferir conhecimento sobre as condições de produção de mensagens para superar as incertezas e enriquecer sua leitura (BARDIN, 2010). Especificamente, empregou-se uma análise categorial em dados secundários, entendida por Bardin (2010) como um conjunto de operações de divisão do texto em unidades/categorias, com base em reagrupamentos análogos.

Para Krippendorff (1980) a Análise de Conteúdo é uma técnica de pesquisa para obter inferências válidas e replicáveis dos dados em seu contexto. Lasswell (1968) define Análise de Conteúdo como uma técnica que enfatiza a quantificação do “o que” a mensagem comunica e apresenta a clássica formulação: QUEM diz O QUE para QUEM com QUAL EFEITO? Berelson (1952) afirma que Análise de Conteúdo é uma técnica quantitativa, sistemática e objetiva descrever o conteúdo manifesto de uma comunicação.

O aspecto quantitativo refere a contagem de ocorrências relevantes ao pesquisador. É sistemática porque o pesquisador precisa contar todos os aspectos relevantes da amostra; e não arbitrariamente selecionar aspectos a serem generalizados. É objetiva no sentido de que as unidades selecionadas para análise e a formação de categorias devem ser claramente definidas segundo um critério. E, por manifesto entende-se que se conta o que é tangível e observável. O que se pode contar é a frequência com que uma palavra ocorre (GAO, 1996). Holsti (1969) acrescenta antecedentes como “quem”, a fonte de comunicação, o “porque”, o processo de codificação, o “como”, o canal de comunicação, e as consequências ou efeitos que tem no “receptor da mensagem”.

As principais definições colocam os aspectos como objetividade, quantificação, contexto e validade. Nesse sentido, a validade é vista com referência as inferências extraídas do conteúdo da comunicação em respeito ao emissor, a mensagem ou o receptor da mensagem. Assim, Análise de Conteúdo refere-se a fazer inferências válidas, replicáveis e objetivas em relação a mensagens com base em regras explicitas (PRASAD, 2008). A Análise de Conteúdo

das notícias desta pesquisa é de natureza qualitativa. Palmquist, Carley, Dale (1997) afirmam que a Análise de Conteúdo tem sido abordada como conceitual, onde um conceito é escolhido para exame e a análise envolve a quantificação ou a marcação desse conceito. O objetivo é verificar a ocorrência de termos selecionados dentro de um texto ou textos, sendo estes implícitos ou explícitos.

A análise conceitual começa com a identificação do que se procura na pesquisa e a definição da amostra. Realizada a escolha, o texto precisa ser codificado em categorias de conteúdo. O processo de codificação é uma redução seletiva. Pela redução do texto em categorias consistindo de palavra, conjunto de palavras ou frases, o pesquisador pode enfocar, e codificar palavras específicas ou padrões que são indicativos da pesquisa. Na análise conceitual, o pesquisador quer examinar a presença de palavras relativas com sua questão de pesquisa, ou seja, se há uma presença forte de palavras positivas ou negativas (ROSSI; SERRALVO; JOÃO, 2014). Nesta pesquisa, o interesse é na identificação de determinadas palavras, e não no exame de como se relacionam, o que é a função da análise relacional.

O processo de análise de dados contempla algumas etapas para auferir significação aos dados coletados (FLICK, 2009), o que é similar na Análise de Conteúdo. O Autor utiliza diferentes terminologias nas etapas da Análise de Conteúdo. Na presente pesquisa optou-se por adotar as etapas da técnica enunciadas por Bardin (2010) na medida em que esta autora é uma das mais citadas nas pesquisas que envolvem Análise de Conteúdo. Para a autora a técnica é organizada em três fases com caráter cronológico: i) pré-análise; ii) exploração do material e iii) tratamento dos resultados, inferência e interpretação, conforme mostra-se na Figura 2:

FIGURA 2 - FASES DA ANÁLISE DE CONTEÚDO



Fonte: Adaptado de BARDIN (2010)

A fase de pré-análise é aquela em que se organiza o material a ser analisado com o objetivo de torná-lo operacional. A primeira etapa desta fase é a leitura flutuante, compreendida como o contato com os documentos e marca o momento em que se começa a

conhecer o texto. A segunda etapa é a escolha dos documentos, que consiste na demarcação do conteúdo que será analisado. A terceira etapa é a formulação das hipóteses e dos objetivos. Nessa fase são estabelecidas hipóteses que serão confirmadas ou não com os procedimentos de análise. Em seguida procede-se a referenciação dos índices e a elaboração de indicadores, que são escolhas em função das hipóteses estabelecidas. Um mecanismo para definir o indicador consiste na aferição da frequência de expressões que direcionem para determinado enfoque da mensagem implícita no conteúdo analisado (BARDIN, 2010).

A exploração do material constitui a segunda fase, que contempla a exploração do material com a definição de sistemas de codificação em categorias e a identificação das unidades de registro, objetivando à categorização. A exploração do material consiste numa etapa importante porque viabiliza a riqueza das interpretações e inferências. Dessa forma, a codificação, a classificação e a categorização são básicas nesta fase (BARDIN, 2010). A terceira fase está relacionada ao tratamento dos resultados, inferências e interpretação. Nesta etapa ocorre a condensação e o destaque das informações para análise, culminando nas interpretações inferenciais (BARDIN, 2010). Para Análise do Conteúdo nesta pesquisa, as notícias foram separadas inicialmente em razão da empresa objeto da pesquisa e classificadas por data de divulgação. Na Análise de Conteúdo para identificar as motivações do *turnover* do *CEO* foram pesquisadas determinadas palavras que sintetizam o fato motivacional. Foram definidas palavras chaves e outras com ela relacionadas como sinônimos, pois os meios de divulgação de notícias podem utilizar outras palavras que possuem o mesmo significado ou traduzam a mesma mensagem.

Na presente pesquisa foi adotado o protocolo de Análise de Conteúdo proposto por Bardin (2010) para analisar as motivações de *Turnover* de *CEO*. Para isto foram realizados os seguintes procedimentos:

1º passo: Foram identificadas preliminarmente as datas em ocorreram o *turnover* de *CEO*, que é o evento pesquisado. Esta identificação ocorreu por meio da análise dos comunicados que as Companhias estão obrigadas a enviar para a Bolsa de Valores e para a CVM;

2º Passo: As notícias sobre o *Turnover* de *CEO* da população de empresas objeto do estudo foram pesquisadas na plataforma do *Bloomberg®*, dentro da Janela do Evento.

3º Passo: As notícias sobre *Turnover* de *CEO* pertencentes à população foram separadas; organizadas sistematicamente; lidas preliminarmente pelo pesquisador e preparadas para serem submetidas ao *software* ATLAS.ti® 7 com objetivo de mitigar a subjetividade do pesquisador;

4º Passo: As notícias foram submetidas a análise para identificação de palavras por meio de expressões e sinônimos. Optou-se pela identificação das palavras pré-classificadas como pertencentes a um enfoque específico, como regra de enumeração.

5º Passo: As palavras chaves pesquisadas nas motivações sobre *Turnover* de *CEOs* foram Desempenho, Doença, Morte, Prisão, Fraude, Corrupção, Regulação, Mudança de Governo, Reorganização do *Board*, recuperação, esforços, viabilidade, sinergias, desafios e outras palavras que apresentam o mesmo sentido ou que possam traduzir a mesma ideia, conforme apresentado no Quadro 8.

QUADRO 8 – EXPRESSÕES E SINÔNIMOS EMPREGADOS NA ANÁLISE DE CONTEÚDO DAS MOTIVAÇÕES

DIMENSÕES/MOTIVAÇÕES	EXPRESSÕES E SINÔNIMOS (CODES)
TURNOVER FORÇADO	
Desempenho Econômico, Financeiro ou Estratégico Insatisfatórios	Desempenho, performance, esforços, sinergia, desafios, reorganização dos negócios, resultados negativos.
Decorrente de Doença	Doença, ataque, disfunção, patologia, mazela, distúrbio, adoecimento, enfermidade, moléstia.
Decorrente de Morte	Morte, desaparecimento, aniquilamento, óbito, perecimento, passamento, falecimento.
Deixar o cargo para permanecer apenas no Conselho de Administração	Conselho de administração, Novo Mercado, Nível 1, Nível 2, Marco Regulatório, Regulação, permanência no Conselho, centralização do <i>Board</i> .
Decorrente de Fraude Contábil e Corrupção Corporativa	Fraude, golpe, falcatura, tramoia, farsa, embuste, burla, trapaça, corrupção, adulteração, desvirtuação, deturpação, alteração.
Decorrente de Novas regulações do Sistema Financeiro	Regulação, Novo mercado, bolsa, Agências, acerto, ajuste, regulação.
Provocado por Mudanças Políticas de Governo	Mudança, troca, alteração, oscilação, alternância, mandatário.
Decorrente de Reestruturação Organizacional	Reorganização, reestruturação, reforma, regeneração, renovação, reestruturação
TURNOVER VOLUNTÁRIO	
Decorrente de Aposentadoria	Aposentadoria, retirada, afastamento, inatividade
Motivado por Causas Pessoais	Férias, descanso, viagem, família, doença em membro da família

FONTE: Elaborado pelo Autor (2016)

Foram utilizados os sinônimos de cada expressão para potencializar a busca das expressões e minimizar o descarte de palavras relacionadas com as motivações definidas. Neste caso, o *software* utilizado permite agrupar palavras ou expressões em *families* adotando o uso de *codes*. As notícias divulgadas foram lidas e analisadas em seu contexto para codificá-las, considerando a subjetividade da interpretação. Cada notícia foi identificada inicialmente pelo seu título, lida e foi submetida ao *software* ATLAS.ti® 7.

Além de identificar as expressões e sinônimos que denotam as motivações explicativas para o *turnover* de *CEO* fez-se necessário medir a intensidade das motivações encontradas nas

notícias divulgadas no *Bloomberg*®, *Exame*, *ComDinheiro* e *Valor Econômico*. A seguir descreve-se os critérios para a mensuração da intensidade da divulgação das motivações do *turnover* do *CEO*.

3.4 MENSURAÇÃO DA DIVULGAÇÃO DAS MOTIVAÇÕES DE *TURNOVER*

Para a construção do índice de divulgação das motivações de *turnover* do *CEO* foram elaboradas proposições para verificar a intensidade da divulgação dessas motivações. A ideia foi prover um índice que capturasse a intensidade da veiculação das notícias sobre a troca de *CEO*. Pretende-se relacionar a intensidade da veiculação das notícias sobre a troca do *CEO* com os retornos anormais na Janela dos Eventos, no pressuposto de que a maior intensidade da veiculação das notícias sobre o *turnover* tem potencial para provocar retornos anormais. Para tanto foi atribuída a pontuação 1 (um) para a confirmação das proposições sobre as notícias divulgadas e 0 (zero) no caso negativa, conforme está apresentado no Quadro 9.

QUADRO 9 – MENSURAÇÃO DO ÍNDICE DE INTENSIDADE DE DIVULGAÇÃO DAS MOTIVAÇÕES DO *TURNOVER*

DIMENSÕES MOTIVAÇÕES	Mais de uma notícia	A notícia está publicada no Bloomberg	A notícia está divulgada no Bloomberg e outros meios	Há mais de uma notícia no	A mesma notícia está repetida no Bloomberg em	Há notícias no Bloomberg em mais de um dia e em	A notícia sobre <i>turnover</i> do CEO é exclusiva	A notícia tem manchete sobre <i>turnover</i> de CEO	A mesma notícia está divulgada em outros meios	A mídia é da área econômica	A notícia é de dia diferente a reunião do Conselho sobre
Desempenho Econômico, Financeiro ou Estratégico Insatisfatórios											
Decorrente de Doença											
Decorrente de Morte											
Deixar o cargo para permanecer apenas no Conselho de Administração											
Envolvido em Fraude Contábil ou Corrupção Corporativa											
Decorrente de Novas Regulações do Sistema Financeiro											
Provocado por Mudanças Políticas de Governo											
Decorrente de Reestruturação Organizacional											
Decorrente de Aposentadoria											
Motivado por Causas Pessoais											

FONTE: Elaborado pelo Autor (2016)

Vale ressaltar que, embora alguns pesquisadores tenham direcionado seus esforços para classificar as motivações entre forçada e voluntária, a constituição do índice ainda é permeada pela subjetividade inerente a esta tipologia de pesquisa, o que constitui uma limitação para esse tipo de procedimento metodológico.

3.5 PROCEDIMENTOS PARA ESTUDO DE EVENTOS

O Estudo de Eventos presente segue os procedimentos descritos por Campbell, Lo e (1997) e Mackinlay (1997). Essa modelagem tem sido adotada pelos pesquisadores ao longo do tempo e definem sete procedimentos básicos para sua realização. Lima (2005) sintetizou esses passos em seis etapas, conforme mostra-se no Quadro 10:

QUADRO 10 - PROCEDIMENTOS PARA ESTUDO DE EVENTOS

Etapas	Objetivos	Ferramentas Utilizadas
1º Definição do Evento	Escolha da data “0” e Janela do Evento	
2º Critério de Seleção	Definição e características da amostra utilizada.	
3º Verificação do Cálculo dos Retornos	Escolha da fórmula para calcular o retorno da ação e analisar dias sem negociação (caso ocorra).	Retorno–Regime de Capitalização Discreta ou Contínua. Dias sem Negociação – <i>Trade-to-Trade</i> .
4º Estimação dos Retornos	Escolha do modelo de geração de retornos anormais na janela de evento e escolha da janela de estimação para definição dos parâmetros.	Modelos Estatísticos – Modelo do retorno médio constante, Modelo de Mercado. Modelos Econômicos – CAPM/APT.
5º Testes	Analisar os retornos anormais acumulados.	Testes de Hipótese paramétricos ou não paramétricos
6º Resultados Empíricos / Interpretações e Conclusões.	Análise dos Resultados obtidos nos testes utilizados.	

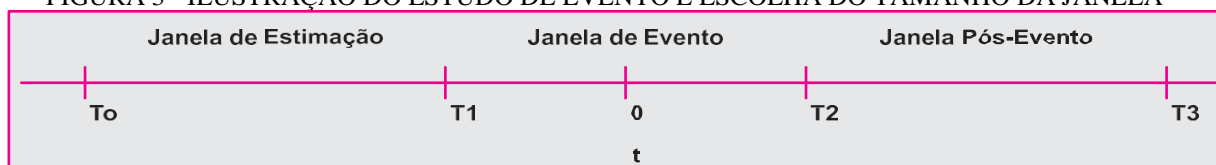
FONTE: CAMPBELL, LO; MACKINLAY (1997); MACKINLAY (1997) adaptado de LIMA (2005)

O evento definido para o estudo da pesquisa é o *turnover* de *CEO* das companhias que tenham suas ações negociadas na BM&FBovespa e que tenham entre os seus acionistas um Fundo de Pensão fechado.

A janela de estimação é uma série temporal que é utilizada para calcular o comportamento normal dos retornos diários dos preços das ações de cada empresa objeto do estudo. O comportamento é presumidamente normal porque ele é construído durante o período que antecede a ocorrência do evento, que pode apresentar um retorno anormal (TAKAMATSU; LAMOUNIER; COLAUTO, 2008).

Uma janela de estimação deve conter determinada quantidade de observações, a depender do objeto e período pesquisado. Benninga (2008) menciona que um total de 252 observações representa aproximadamente um ano de pregões diários. No entanto, afirma que pode ser utilizada uma quantidade mínima de 126 cotações para a construção da janela de estimação. Esta quantidade corresponde a aproximadamente seis meses de pregões da Bolsa de Valores. Caso a quantidade fosse menor seria provável que os parâmetros α e β não representassem adequadamente o movimento dos retornos da ação e retornos da carteira de mercado. Na presente pesquisa será adotada a quantidade mínima de 126 cotações para a formação da janela de estimação. Na Figura 3 ilustram-se as janelas de estimação, do evento e de comparação.

FIGURA 3 - ILUSTRAÇÃO DO ESTUDO DE EVENTO E ESCOLHA DO TAMANHO DA JANELA



FONTE: Adaptado de CAMPBELL, LO; MACKINLAY (1997)

A janela de comparação é um período pós-evento e é utilizada para testar se o retorno das ações voltará a normalidade após determinado lapso de tempo (TAKAMATSU; LAMOUNIER; COLAUTO, 2008).

Uma das primeiras decisões que envolvem o Estudo de Eventos é a identificação da data de ocorrência do evento, denominada de “data zero” ou t_0 . A Janela de Eventos circunda esta data e é um período durante o qual os preços dos títulos das empresas envolvidas no evento serão examinados. A janela de eventos é, portanto, um intervalo de tempo entre duas datas.

A definição da janela de evento envolve a decisão de fixar quantos dias antes e quantos dias depois os efeitos do evento serão pesquisados. Esta decisão envolve algum grau de subjetividade e arbitrariedade por parte do pesquisador e depende do evento estudado e dos objetivos que se almejam com o uso da metodologia. Essa janela deve englobar períodos considerados relevantes para a verificação de anormalidades no comportamento dos preços. A janela não deve ser extensa, pois haveria o risco de se capturar o efeito de outros eventos, enviesando os resultados, e nem pequena, pois arriscar-se-ia não se conseguir captar a anormalidade nos preços. De forma geral, a análise do período anterior à “data zero” objetiva à identificação dos indícios do uso de informações privilegiadas (*insider information*), enquanto a do período posterior visa a fornecer evidências da velocidade e precisão do ajuste dos preços à nova informação divulgada ao mercado (CAMARGOS; BARBOSA, 2003).

O uso dessa janela de eventos evidencia se antes ou depois do anúncio do *turnover* do CEO houve movimentos substanciais no preço das ações das empresas objeto da pesquisa. No entanto é natural que ocorram oscilações no retorno das ações. Mas na data do evento ou nos dias próximos, dentro da Janela de Eventos, tais movimentos poderão ser significativos ou não sob o ponto de vista estatístico. Cheung e Jackson (2012) argumentam que a medida de curto prazo é mais eficiente porque em princípio não permite que outros eventos de longo prazo interfiram na medição dos retornos. De qualquer forma será considerado *outlier*, e assim afastada da pesquisa a empresa em que seja identificada dentro da Janela do Evento pesquisado a ocorrência de outro evento relacionado à Companhia que possam afetar os objetivos da pesquisa.

Em contabilidade e finanças é recorrente a utilização do intervalo de 5, 3 ou 2 dias para determinar a quantidade de dias antes e depois da ocorrência do evento (CAMARGOS; BARBOSA, 2003). Benninga (2008) menciona que esse intervalo pode ser de 3, 5 ou 10 dias. Para o presente estudo a janela de eventos a ser utilizada é de menos 5 dias e mais 5 (-5 e +5) em relação ao dia do evento (t_0), envolvendo um total de 11 dias de observações dentro da janela, sendo 10 dias em torno da data do primeiro anúncio do *turnover* do *CEO* (t_0). É adotada esta quantidade de dias em razão de que este parâmetro tem sido bastante utilizado em estudos de eventos no mercado de capitais.

A data do evento é um dos aspectos importantes para determinação do cálculo dos retornos anormais. Nesta pesquisa foram encontradas três datas importantes. A primeira data é a data de eleição do novo *CEO*. No Brasil os *CEOs* de companhias abertas são eleitos pelo Conselho de Administração. A segunda data é a da posse no cargo, que não é necessariamente a mesma da eleição. Para fins de cálculo dos retornos anormais foi considerada nesta pesquisa a terceira data, que é a data da divulgação da troca do *CEO*, que pode ser ou não simultâneas com as outras datas mencionadas. É em torno desta última data que podem ocorrer retornos anormais e esta é a data do evento (t_0). É naquele momento que os agentes do mercado possuem a informação disponível para tomarem as suas decisões entre comprar, vender ou manter as suas posições.

3.6 MODELO PARA CÁLCULO DO RETORNO ANORMAL

O impacto do *turnover* do *CEO* será avaliado por meio do retorno das ações. O retorno normal é definido como o retorno esperado pelos investidores sem considerar a ocorrência do evento pesquisado. O retorno anormal é o retorno observado *ex post* de um título menos o retorno normal da empresa na janela do evento.

A forma de cálculo do retorno anormal é entendida como um dos pontos mais importantes desse estudo, em função de que é com base na existência de retornos anormais que as inferências sobre a influência do evento nos preços dos títulos da empresa serão realizadas.

A utilização de uma das formas de capitalização, contínua ou discreta, depende da visão do pesquisador sobre a dinâmica informacional do mercado e a reação dos preços das ações às informações. Nesta pesquisa será utilizada a forma de cálculo tradicional, que pressupõe a utilização de um regime de capitalização discreta (SOARES; ROSTAGNO;

SOARES, 2002) em razão de que as informações sobre a saída do *CEO* chegam ao mercado em instantes distintos, causando variações discretas nos preços das ações. Para a capitalização discreta a perspectiva é que as informações têm origem em momentos diferentes, gerando variações discretas nos preços das ações (FAMA, 1965).

A janela de estimação foi construída tendo como fundamento as variáveis do (R_i) retorno diário da ação da empresa e o retorno diário do mercado, este representado pelo IBOVESPA- Índice da Bolsa de Valores de São Paulo ($R_{m,t}$), determinadas conforme a seguir:

$$R_{i,t} = (P_t/P_{t-1}) - 1 \quad (1)$$

$$R_{m,t} = (C_t/C_{t-1}) - 1 \quad (2)$$

Em que,

$R_{i,t}$ é o retorno da ação no tempo t ;

P_t é o preço da ação no momento t ;

P_{t-1} é o preço da ação no momento $t-1$;

$R_{m,t}$ é o retorno do mercado no momento t ;

C_t é a cotação da carteira de mercado no momento t (IBOVESPA);

C_{t-1} é a cotação da carteira de Mercado no momento $t-1$ (IBOVESPA).

O cálculo ocorre por meio da aplicação de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) na forma de uma regressão linear simples, com a seguinte formatação:

$$AR_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_i \quad (3)$$

Os parâmetros α e β são estimações alfa e beta, respectivamente, resultantes da aplicação do MQO. O β representa a inclinação do modelo linear dado pela razão entre a covariância entre os retornos (da empresa e do mercado) e a variância do retorno do mercado. O parâmetro α representa o intercepto que, operacionalmente, é a diferença média entre a variável dependente (retorno diário da empresa) e a variável independente (retorno diário da carteira de mercado), sendo este último associado a estimação da inclinação do modelo linear. Os parâmetros α e β servem como parâmetros para a determinação do retorno anormal.

Com a janela de estimação, além dos parâmetros α e β , também deve ser determinado o erro padrão da regressão. O erro padrão da regressão é fornecido pela variância do modelo linear usado para determinar os parâmetros α e β . Operacionalmente, o erro da regressão representa a soma das diferenças ao quadrado entre os retornos diários observados (da ação) e os retornos estimados a partir dos parâmetros α e β . O erro da regressão desempenha um papel importante para o exame de significância de um evento em particular, considerando a janela de eventos escolhida, porque é a partir dele que o *score t* é calculado. Após a

determinação dos parâmetros β , α e do erro do modelo de regressão linear, é necessário calcular o retorno esperado e retorno anormal (BENNINGA, 2008).

O retorno anormal (AR_{it}) representa um excedente positivo ou negativo. Caso esse excedente seja substancial, ter-se-á um evento significativo ao nível de 1%, 5% ou 10%. O retorno anormal e o retorno esperado serão calculados para os dias que integram a Janela do Evento, sendo 5 dias antes, o dia do evento e 5 dias depois. O critério para examinar o retorno anormal (AR_{it}) de uma determinada data será realizado por meio de inferência estatística e o nível de significância do retorno anormal será calculado por meio de um teste t . Este teste t calculado é comparado ao t tabelado. Para se chegar ao teste t , divide-se o retorno anormal (AR_{it}) para cada um dos dias da janela de eventos pelo erro padrão da regressão. O resultado será um número positivo ou negativo representado pelo teste t calculado, cuja avaliação de presença ou ausência de significância estatística dependerá do *score t* obtido.

Para a presente pesquisa foi selecionado o Modelo de Retornos Ajustado ao Risco e ao Mercado para o cálculo do retorno anormal. Esse modelo assume que os retornos dos ativos são independentes e identicamente distribuídos ao longo do tempo (TAKAMATSU; LAMOUNIER; COLAUTO, 2008). Soares, Rostagno e Soares (2002) realizaram um estudo com dados diários e os resultados apontaram uma maior eficácia do Modelo de Retornos Ajustados ao Risco e ao Mercado.

O índice de mercado utilizado na presente pesquisa é o IBOVESPA - Índice da Bolsa de Valores de São Paulo porque as pesquisas nacionais que abordam o tema sobre o retorno anormal dos títulos no mercado de capitais brasileiro têm adotado este índice como o índice de mercado mais utilizado (ASSAF NETO, 2008; SARLO NETO, 2004; TERRA; LIMA, 2006).

Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008) afirmam que o IBOVESPA mostra o comportamento dos principais ativos negociados na BM&FBovespa e uma de suas finalidades é servir de instrumento indicativo do comportamento do mercado. As ações que compõe a carteira teórica do IBOVESPA representam mais de 80% da quantidade de negócios e do volume financeiro observado no mercado à vista.

O objetivo do IBOVESPA é ser o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro. Para compor o IBOVESPA os ativos devem atender cumulativamente os seguintes critérios: (i) estar entre os ativos elegíveis que, no período de vigência das três carteiras anteriores, em ordem decrescente de Índice de Negociabilidade (IN), representem em conjunto 85 do somatório total desses indicadores; (ii) ter presença em pregão de 95% no período de vigência das três carteiras anteriores; (iii) ter participação em termos de volume financeiro maior ou

igual a 0,1%, no mercado a vista no período de vigência das três carteiras anteriores; e, (iv) não ser classificado como *Penny Stock* (BM&FBOVESPA, 2014).

Em alguns eventos pode ocorrer dificuldade em determinar com precisão a data em que o mercado recebeu as informações do evento e assim, considera-se a acumulação dos retornos anormais (*CAR – Cumulative Abnormal Return*) nos dias próximos ao evento estudado. A acumulação dos retornos anormais pode levar à obtenção de uma melhor análise dos resultados do evento, pois fornecem informações da trajetória seguida pelos retornos em um período de tempo mais significativo para fins de análise (CAMARGOS; BARBOSA, 2003).

Nesta pesquisa o *CAR* de cada ação será calculado a partir da soma dos retornos diários apurados na Janela do Evento. Este cálculo permite analisar a reação do mercado antes, durante e depois da divulgação das notícias motivadoras do *turnover* de *CEO*, cuja fórmula geral é a seguinte:

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau} AR_{i\tau} \quad (4)$$

Em que,

CAR_i = retornos anormais acumulados;

T_1 = primeiro dia da janela do evento a ser acumulado;

T_2 = segundo dia da janela do evento a ser acumulado;

ΣAR_{it} = soma dos retornos anormais acumulados.

3.7 POPULAÇÃO E COLETA DE DADOS

A população da pesquisa contempla todas as companhias brasileiras de capital aberto pertencentes ao Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (IBOVESPA), que possuíam entre seus acionistas um Fundo de Pensão e que tiveram *turnover* de *CEO* no período objeto da pesquisa. A população da pesquisa não excluiu as empresas do setor financeiro porque o seu objeto não é impactado pelas peculiaridades da estrutura de capital das empresas deste segmento. O período abrangido pela pesquisa foi de 2010 a 2014, totalizando 5 anos. O ano de 2009 foi incluído para fins de comparabilidade porque é o ano $t-1$ do ano de 2010.

Os dados da população foram coletados de duas formas distintas. Primeiramente foram identificadas todas as companhias brasileiras de capital aberto pertencentes ao Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (IBOVESPA) que tiveram *turnover* de *CEO* no período pesquisado.

Posteriormente foram identificadas quais dessas empresas possuíam entre seus acionistas um Fundo de Pensão fechado. Todas as Companhias que preencheram esses requisitos de população são objeto da pesquisa. Os dados para definição da população foram obtidos por meio de pesquisa no Formulário de Referência de cada empresa, disponível no *website* da BM&FBovespa. Este formulário é um documento eletrônico anual de envio obrigatório pelas companhias abertas para a CMV e para a BM&FBovespa, nos termos da Instrução CVM nº 480/09.

A coleta dos dados sobre mudanças de *CEO* contempla uma informação de natureza anual. A identificação de mudança de *CEO* foi efetuada por meio da comparação da informação do ano t com a informação do ano $t-1$. No entanto, em razão do fato que a pesquisa contempla dados anuais, admite-se o risco da existência de mais de uma troca de *CEO* no decorrer do ano sem que esta mudança seja identificada. Este risco é pequeno e é mitigado na medida em que prevalece o conservadorismo, pois o *turnover* de *CEO* não é um evento frequente ou corriqueiro em razão das consequências que a mudança pode gerar.

Para a obtenção do índice de mercado das ações e das respectivas cotações nas janelas de estimação e do evento, bem como para os demais dados utilizados nas variáveis de controle, foi utilizada a base de dados do *Bloomberg*®. Após a coleta das variáveis necessárias para os modelos estudados, foi adotada a regressão linear, com o auxílio do *software MS Excel, SPSS e Gretl*.

As notícias relacionadas com o *turnover* de *CEO* foram pesquisadas na base de dados do *Bloomberg*®, que é uma agência de notícias especializada no mundo corporativo e opera em todo o mundo, com sede em Nova York e, além de consolidar os dados das Companhias, replica as notícias da área de negócios divulgadas em revistas eletrônicas especializadas e, quando é o caso, as associa a uma determinada empresa na sua base de dados. Quando necessário, as informações foram complementadas com pesquisas em outros meios de divulgação disponíveis, com caráter confirmatório ou complementar. As mídias eletrônicas adicionais foram a Exame, ComDinheiro e Valor Econômico.

As companhias com ações na BM&FBovespa são obrigadas a divulgar ao mercado qualquer fato relevante que possa afetar a decisão do investidor, nos termos do contido na Instrução CVM nº 358/02 e na legislação societária brasileira. A troca de *CEO* de uma companhia é um fato relevante que deve ser divulgado ao mercado.

Após a obtenção das variáveis necessárias para o estudo e cálculo dos retornos anormais, adotou-se a estatística descritiva e a correlação de *Spearman* para verificar a relação da intensidade da divulgação das notícias sobre *turnover* de *CEO* e os retornos anormais na

janela do evento. Foi realizada análise descritiva e a correlação de *Spearman* por meio do *software IBM SPSS Statistics 20.0*.

3.8 HIPÓTESES DE TESTE

Uma das metodologias mais utilizadas para medir o impacto do *turnover* de *CEO* no mercado de capitais é o Estudo de Eventos. Os efeitos sobre os preços das ações quando do anúncio de troca do *CEO* variam em razão das motivações desta mudança e dependem do nível de eficiência do mercado.

O estudo objetiva averiguar se existem retornos anormais significativos no *turnover* de *CEOs* em companhias listadas na BM&FBovespa com participações societárias dos Fundos de Pensão.

O retorno anormal é relacionado com as notícias sobre o *turnover* de *CEOs* em companhias listadas na BM&FBovespa. A hipótese de pesquisa que orienta este estudo prediz que há retorno anormal em função das motivações que explicam o *turnover* de *CEO* em companhias abertas com participações societárias de Fundos de Pensão. Em razão disto tem-se a hipótese de teste que:

H₁: Há relação significativa e positiva entre o retorno anormal e a intensidade de divulgação de notícias sobre a mudança de CEO em companhias abertas com participações societárias de Fundos de Pensão

Os retornos tendem a ser maiores quando a saída do *CEO* é considerada forçada. Clayton; Hartzell e Rosenberg (2005) afirmam que a volatilidade dos retornos é maior quando os anúncios estão relacionados com a saída forçada em comparação com anúncios de saída voluntária. As saídas forçadas estão associadas com as incertezas sobre possíveis mudanças na estratégia da empresa e suas perspectivas futuras, na medida em que demissões de *CEO* normalmente sinalizam a existência de um ou mais problemas na empresa.

H₂: Há relação significativa e positiva entre o retorno anormal e a intensidade de divulgação de notícias sobre o turnover forçado de CEO em companhias abertas com participações societárias de Fundos de Pensão

Intintoli (2013) afirma que a volatilidade dos retornos é menor quando os anúncios estão relacionados com a saída voluntária. As saídas voluntárias normalmente não estão associadas a existências de problemas na empresa e sinalizam normalidade, em especial

quando a saída é precedida de anúncio com bastante antecedência ou quando o *CEO* vai para o Conselho de Administração.

H₃: Não há relação significativa entre o retorno anormal e a intensidade de divulgação de notícias sobre o turnover voluntário de CEO em companhias abertas com participações societárias de Fundos de Pensão.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção são apresentados os resultados relativos ao *Turnover* do *CEO*, os Retornos Anormais e a Relação da Intensidade das Notícias sobre as motivações do *turnover* de companhias brasileiras listadas da BM&FBovespa e que tinham entre os seus acionistas um Fundo de Pensão fechado no período de 2010 a 2014.

4.1 COMPOSIÇÃO DA POPULAÇÃO

A pesquisa localizou 81 eventos de *turnover* de *CEO*. No entanto, 16 eventos foram excluídos porque eram de empresas cujas ações não apresentavam liquidez suficiente para análise dos retornos, restando um total de 65 eventos de *turnover* para análise no período. De forma resumida o total de eventos pesquisados está sintetizado na Tabela 1:

TABELA 1 – RESUMO DOS EVENTOS EM ESTUDO

Detalhamento do critério	Total
Total de <i>turnover</i> de <i>CEO</i> com participação média de 1.260 pregões (2010-2014)	81
(-) exclusões de <i>turnover</i> por falta de liquidez das ações	(16)
Total de <i>turnover</i> com liquidez das ações	65
(-) empresas sem divulgação das motivações do <i>turnover</i>	(32)
Total de <i>turnover</i> de <i>CEO</i> de empresas com liquidez e divulgação de notícias	33

FONTE: Elaborado pelo Autor (2016)

Constatou-se que as mídias pesquisadas não reportaram notícias sobre a motivação de 32 *turnovers* de *CEOs*. Este achado denota baixo nível de divulgação do evento em relação a um conjunto de empresas. Na Tabela 2 demonstram-se as empresas que compuseram a população da pesquisa para cada evento de *turnover* de *CEO*:

TABELA 2 – COMPOSIÇÃO DA POPULAÇÃO

EMPRESAS	SEGMENTOS DA BOLSA	SETORES DE ATIVIDADE	DATAS DOS ANÚNCIOS
COPEL	N1	Serviços de utilidade pública	27/12/2010
ELETRORBRAS	N1	Serviços de utilidade pública	07/02/2011
VALE	N1	Materiais	31/03/2011
OI	N1	Serviços de telecomunicações	22/01/2013
OI	N1	Serviços de telecomunicações	04/06/2013
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	N1	Produtos básicos de consumo	16/04/2014
FORJAS TAURUS	N2	Industriais	10/08/2011
CELESC	N2	Serviços de utilidade pública	17/01/2013
SARAIVA	N2	Bens de consumo discricionário	25/04/2013
FORJAS TAURUS	N2	Industriais	18/11/2013
LUPATECH	NM	Energia	31/08/2011
ROSSI RESIDENCIAL	NM	Bens de consumo discricionário	13/09/2011
MARFRIG	NM	Produtos básicos de consumo	30/01/2012
ESTACIO PARTICIPACOES	NM	Bens de consumo discricionário	13/03/2012
PDG REALTY	NM	Bens de consumo discricionário	08/08/2012
PARANAPANEMA	NM	Materiais	14/12/2012
TIM PARTICIPACOES	NM	Serviços de telecomunicações	06/02/2013
LOCALIZA RENT A CAR	NM	Industriais	17/04/2013
GRENDENE	NM	Bens de consumo discricionário	25/04/2013
ULTRAPAR PARTICIPACOES	NM	Energia	15/05/2013
BRF	NM	Produtos básicos de consumo	17/10/2013
BRASIL PHARMA	NM	Produtos básicos de consumo	10/03/2014
DURATEX	NM	Materiais	24/03/2014
JHSF PARTICIPACOES	NM	Serviços financeiros	30/04/2014
GAFISA	NM	Bens de consumo discricionário	05/05/2014
QUALICORP	NM	Atendimento à saúde	22/05/2014
BRF	NM	Produtos básicos de consumo	13/08/2014
CYRELA BRAZIL REALTY	NM	Bens de consumo discricionário	02/05/2015
ALL AMERICA LATINA LOGISTICA	Básico	Industriais	31/08/2010
DIAGNOSTICOS DA AMERICA	Básico	Atendimento à saúde	11/04/2011
PETROBRAS	Básico	Energia	24/01/2012
BCO SANTANDER (BRASIL)	Básico	Serviços financeiros	29/04/2013
DIAGNOSTICOS DA AMERICA	Básico	Atendimento à saúde	22/12/2014

Fonte: Elaborado pelo Autor (2016)

Nota-se que a maioria das empresas que tiveram *turnover* de *CEO* no período da pesquisa e que tinham entre os seus acionistas um Fundo de Pensão integravam os níveis de Governança Corporativa do Novo Mercado (NM), do Nível 1 (N1) e do Nível 2 (N2) da BM&FBovespa.

4.2 ANÁLISE DESCRITIVA DAS MOTIVAÇÕES DO *TURNOVER* DO *CEO*

A troca de comando das Companhias decorre de alguma motivação e o mercado de capitais tende a reagir de forma diferente em decorrência da motivação que a fundamenta. Na Tabela 3 mostram-se as motivações e a quantidade de *turnover* no período da pesquisa.

TABELA 3 – MOTIVAÇÕES E <i>TURNOVER</i>	
MOTIVAÇÕES	<i>TURNOVER</i>
DIMENSÃO FORÇADA	
Desempenho Insatisfatório	12
Permanência apenas no Conselho de Administração	13
Mudanças Políticas de Governo	5
Reestruturação do <i>Board</i>	1
Regulação do Sistema Financeiro	1
DIMENSÃO VOLUNTÁRIA	
Aposentadoria	1
TOTAL	33

FONTE: Elaborado pelo Autor (2016)

De forma consolidada, as motivações para o *turnover* de *CEO* no período da pesquisa foram concentradas em três categorias: (i) Desempenho Insatisfatório; (ii) Permanência do *CEO* apenas no Conselho de Administração e (iii) Mudanças Políticas de Governo. Essas três categorias representaram aproximadamente 91,0% do total das motivações identificadas como explicativas para a troca dos *CEOs*.

A motivação “Desempenho Insatisfatório” representou 36,4% do *turnover* total no período. Mas, quando desconsiderada a motivação “Permanecer apenas no Conselho de Administração” em razão do seu caráter transitório, observa-se que a motivação “Desempenho” passou a representar 60% do *turnover* do período. Esta constatação acompanha os resultados de pesquisas em mercados internacionais de Grusky (1960); Bushman, Dai e Wang (2010) e Jenter e Lewellen (2014). Jenter e Kanaan (2015) também confirmaram que os *CEOs* são significativamente mais propensos a serem demitidos em razão do mau desempenho do que em decorrência de outras motivações, sendo que o “Desempenho Insatisfatório” foi reportado em 48,5% do total das notícias divulgadas sobre *turnover* de *CEO* no período. Este aspecto demonstra maior interesse dos *players* do mercado de capitais do que as demais motivações.

A motivação para troca de *CEO* “Permanecer apenas no Conselho de Administração” representou 39,4% do total de *turnover* do período. Esta motivação, além da intrínseca natureza regulatória, também possui caráter acidental, ou seja, o *turnover* de *CEO* em função

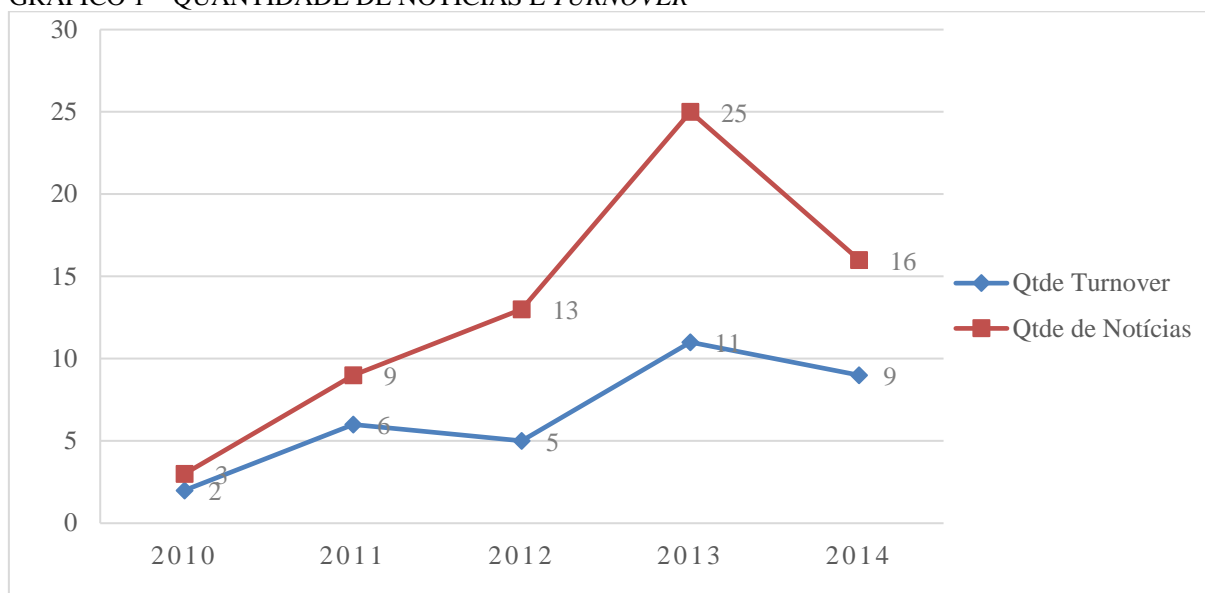
desta motivação não se repetirá em períodos futuros. A regulação dos níveis de Governança Corporativa da BMF&Bovespa determina que Companhias devem eleger pessoas diferentes para exercer a função de *CEO* e de Presidente do Conselho de Administração. Em função desta regulação, os *CEOs* que acumulavam o cargo de *CEO* com a função de Presidente do Conselho de Administração foram afastados do cargo de *CEO* para permanecerem somente na Presidência do Conselho.

As mudanças de natureza política dos Governos Federal e Estadual, em especial nos primeiros escalões, que são os Ministros de Estado e os Secretários, tendem a impactar na gestão das Companhias cujo acionista controlador seja a Administração Pública. Em relação aos detentores do controle do capital, constatou-se que 15,2% do total de *turnover* de *CEO* do período foram de sociedades anônimas de economia mista, ou seja, com participação relevante da Administração Pública no capital destas empresas. Embora a quantidade de *turnover* de *CEO* tenha ocorrido em maior quantidade nas companhias cuja propriedade seja predominantemente privada, as companhias públicas são de grande porte e com participação relevante na economia nacional e, conseqüentemente, no mercado de valores mobiliários. Os ativos destas companhias públicas representaram em média 18% dos Ativos Totais em que houve *turnover* de *CEO*. As empresas Petrobras e Eletrobrás estão entre os três maiores Ativos que tiveram *turnover* de *CEO* no período.

As demais motivações somadas representaram 9,0% do *turnover* e referem-se à Aposentadoria, Regulação do Sistema Financeiro e Reestruturação do *Board*, com 01 (um) evento cada uma.

O mapeamento das notícias por motivações de *Turnover* do *CEO* foi desenvolvido por meio da Análise de Conteúdo. Foram encontradas 66 notícias para um total de 33 eventos de *turnover* de *CEO* de empresas que possuíam ações com liquidez no mercado de capitais. Esses dados mostram que houve, em média, 2 (duas) notícias para cada evento de *turnover*.

No Gráfico 1 ilustra-se a quantidade de notícias relacionadas ao *turnover* de *CEO* distribuídas ao longo do período da pesquisa.

GRÁFICO 1 – QUANTIDADE DE NOTÍCIAS E *TURNOVER*

FONTE: Elaborado pelo Autor (2016)

Observa-se uma tendência de aumento do *turnover* ao longo do período 2010-2014. Em 2013 houve um aumento superior a 127% em relação ao ano imediatamente anterior. Naquele ano, aproximadamente 46,0% do *turnover* ocorreu em função da revisão no marco regulatório dos níveis de Governança Corporativa da BM&FBovespa. Essas revisões têm ocorrido a cada cinco anos em média e exigem comportamentos diferenciados das empresas. A revisão que ocorreu em 2011 resultou na exigência de que os *CEOs* não poderiam continuar a acumular o cargo de *CEO* com o cargo de Presidente do Conselho de Administração. Esta mudança regulatória deflagrou em saídas de *CEOs* em 2013 para permanecerem somente no Conselho de Administração. Embora em 2014 tenha sido observada uma redução no *turnover*, este foi maior do que em 2010, 2011 e 2012. No Gráfico 1 mostra-se que havia tendência de aumento das notícias sobre *turnover* de *CEO*. Em 2014 houve uma redução proporcionalmente maior das notícias do que de *turnover*, revertendo a tendência de aumento das notícias sobre o *turnover* de *CEO* que ocorria desde 2010.

As empresas que tiveram *turnover* de *CEO* no período da pesquisa foram classificadas por setor de atividade econômica com base nos critérios estabelecidos pelo *Bloomberg*®, que adota uma classificação internacional. Esta classificação permite análises de empresas de um mesmo setor ou entre setores diferentes e ainda entre setores de múltiplos países. Na Tabela 4 mostra-se a classificação das empresas com *turnover* de *CEO* por setor de atividade:

TABELA 4 – EMPRESAS POR SETOR DE ATIVIDADE

SETORES	%
Atendimento à saúde	7,6%
Bens de consumo discricionário	19,7%
Energia	12,1%
Industriais	13,6%
Materiais	7,6%
Produtos básicos de consumo	22,7%
Serviços de telecomunicações	4,5%
Serviços de utilidade pública	6,1%
Serviços financeiros	6,1%
TOTAL	100,0%

FONTE: *Bloomberg® (2016)*

Alguns setores da economia apresentam-se como mais competitivos em razão do volume de empresas participantes do mercado. Os setores que apresentaram menor quantidade de *players* são aqueles em que são necessários grandes investimentos com expectativas de retornos a longo prazo, como é o caso do Setor de Telecomunicações. Para Passos e Nogami (2006) a iniciativa privada tem pouco interesse em alocar recursos em projetos que exigem altos investimentos e apresentam retornos lentos, pois quanto maior o prazo para o retorno maior é o risco, em especial em setores considerados de infraestrutura como portos, aeroportos, energia e de telecomunicações.

Entre os setores de atividade econômica que compuseram a pesquisa e tinham alguma empresa com um Fundo de Pensão no seu quadro de acionistas com *turnover* de *CEO* no período. Em outro extremo, os setores que compuseram a pesquisa e que apresentaram maior instabilidade do *CEO* foram os de Bens de Consumo Discricionário e de Produtos Básicos de Consumo que representaram em conjunto 42,4% do *turnover* total do período.

Defond e Park (1999) constataram que empresas pertencentes aos setores mais competitivos tendem ao maior *turnover* de *CEO* quando comparadas às empresas que operam em setores com baixo nível de concorrência. Significa dizer que no mercado americano a competição entre empresas de um mesmo segmento e, conseqüentemente, o seu desempenho, influenciam na estabilidade do *CEO*. No Brasil, setores menos competitivos, como foi o caso de Telecomunicações, Serviços de Utilidade Pública e Serviços Bancários, também apresentaram maior estabilidade de *CEO*, mesmo que para uma amostra reduzida de empresas. Assim, os resultados devem ser analisados com prudência.

4.3 INTENSIDADE DA DIVULGAÇÃO DAS MOTIVAÇÕES DO *TURNOVER*

Para identificar a intensidade das motivações do *turnover* dos *CEOs* foi utilizado um Índice de Intensidade de Divulgação das Motivações, composto por 11 proposições codificadas considerando o número de vezes da veiculação das notícias; os meios utilizados para divulgação; a exclusividade do fato; se a mídia empregada foi da área econômica e se a notícia antecipava a reunião do Conselho.

As notícias sobre o *turnover* do *CEO* foram agrupadas em função das motivações. Em seguida cada notícia foi submetida às 11 proposições de avaliação. Foi atribuído 1 (um) ponto quando a notícia recebeu uma resposta confirmatória para a proposição e 0 (zero) quando a resposta foi negativa. O índice de cada notícia foi apurado pela divisão da pontuação absoluta obtida pela notícia dividido pela pontuação máxima possível (11). Posteriormente foi apurada a média aritmética de cada proposição para cada motivação.

O pressuposto para mapear a intensidade das divulgações é de que quanto maior a intensidade da divulgação sobre cada uma das motivações para a troca do *CEO* mais importante seria o evento e, conseqüentemente, poderia haver maior impacto no mercado de capitais.

As proposições que obtiverem maior número de respostas “Não” corresponderam a um índice mais próximo de 0 (zero), enquanto as proposições com maior número de respostas “Sim” corresponderam a um índice próximo de 1 (um).

Para melhor análise dos dados e compreensão dos resultados estes foram dispostos em função do agrupamento das motivações do *turnover* dos *CEOs* para a Dimensão Forçada e para a Dimensão Voluntária. Na Tabela 5 demonstra-se a composição do índice em razão da média aritmética de cada item analisado para as empresas que compuseram a pesquisa:

TABELA 5 - ÍNDICE DA INTENSIDADE DA DIVULGAÇÃO DAS NOTÍCIAS SOBRE AS MOTIVAÇÕES DO *TURNOVER*

PROPOSIÇÕES MOTIVAÇÕES	Quantidade de Notícias	Mais de uma notícia divulgada	A notícia está publicada no Bloomberg	A notícia está divulgada no Bloomberg e em outros meios	Há mais de uma notícia no mesmo dia	A mesma notícia está repetida no Bloomberg em mais de um dia	Há notícias no Bloomberg em mais de um dia e em outros meios	A notícia sobre <i>turnover</i> do CEO é exclusiva	A notícia tem manchete sobre <i>turnover</i> de CEO	A mesma notícia está divulgada em outros meios na mesma data	A média é da área econômica	A notícia é de dia diferente a reunião do Conselho sobre <i>turnover</i> do CEO	MÉDIA TOTAL
DIMENSÃO FORÇADA													
Desempenho Econômico, Financeiro ou Estratégico Insatisfatório	32	0,88	0,34	0,19	0,59	0,16	0,00	0,94	1,00	0,47	0,94	1,00	0,59
Deixar o cargo para permanecer apenas no Conselho de Administração	20	0,60	0,20	0,05	0,25	0,00	0,05	0,90	0,95	0,15	0,95	1,00	0,46
Provocado por Mudanças Políticas de Governo	8	0,63	0,63	0,13	0,25	0,25	0,00	0,88	0,75	0,25	0,75	1,00	0,50
Decorrente de novas Regulações no Sistema Financeiro	2	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	0,00	1,00	1,00	0,45
Decorrente de Reestruturação do <i>Board</i>	3	1,00	0,33	0,33	1,00	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,70
MÉDIA DIMENSÃO FORÇADA		0,82	0,30	0,14	0,42	0,08	0,01	0,94	0,94	0,37	0,93	1,00	0,54
DIMENSÃO VOLUNTÁRIA													
Decorrente de aposentadoria	1	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00	0,00	0,09
MÉDIA DIMENSÃO VOLUNTÁRIA		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00	0,00	0,09

FONTE: Elaborado pelo Autor (2016)

A proposição “Mais de uma Notícia Divulgada” apresentou um índice médio de divulgação de 0,76. Isto significa que a maioria das trocas de *CEOs* tiveram mais de uma notícia divulgada. As motivações “Decorrentes de Novas Regulações do Sistema Financeiro” e “Decorrentes de Reestruturação do *Board*” tiveram índice 1,0 nesta proposição. No entanto é importante destacar que essas duas motivações tiveram somente um evento cada uma. Com esta ressalva a motivação que teve o maior índice nesta proposição (0,88) foi a motivação

“Desempenho”. Esta motivação, com a ressalva destacada, foi a que teve a melhor média (0,59) do índice de intensidade da divulgação de notícias do *turnover* de *CEO*.

Ressalta-se que as notícias divulgadas na plataforma do *Bloomberg*® atinge um público específico, que é o investidor, que pode reagir às notícias divulgadas, dependendo do julgamento que faz. Em função disto, foi observado se a notícia do *turnover* estava divulgada na plataforma do *Bloomberg*®. O resultado mostrou que o *turnover* do *CEO* “Provocado por Mudanças Políticas de Governo” foi de a que teve maior divulgação na plataforma. O resultado denota a importância do *CEO* na gestão das companhias brasileiras controladas pela Administração Pública, em especial, pelo impacto das grandes companhias públicas no PIB nacional.

Considerou-se que a notícia adquiriu uma repercussão menor sobre o *turnover* quando não foi divulgada no *Bloomberg*® e simultaneamente em outras mídias especializadas. As motivações de troca de *CEO* na Dimensão Forçada que tiveram menor divulgação no *Bloomberg*® e simultaneamente em outras mídias foram “Deixar o Cargo para Permanecer apenas no Conselho de Administração” e “Decorrente de novas Regulações no Sistema Financeiro”.

As notícias mais importantes tendem a se propagar mais rapidamente nas mídias em face do uso intensivo da tecnologia da informação. Assim, é natural que ocorra uma propagação em outras mídias das notícias consideradas mais importantes. É nesse sentido que a proposição que avalia se há mais de uma notícia no mesmo dia foi inserida. O resultado mostrou que as notícias sobre as motivações da troca de *CEO* em decorrência da “Reestruturação Organizacional” e do “Desempenho” tiveram mais divulgação em função de terem mais de uma notícia sobre o mesmo assunto no mesmo dia.

O surgimento de novas notícias nas mídias corporativas demonstra a dinâmica do mundo corporativo. Em função desta velocidade, as notícias tendem a ter vida curta. Quando a mesma notícia está repetida em mais de um dia na base do *Bloomberg*® denota uma importância maior do que quando divulgada somente em um dia. Mas somente as motivações “Desempenho” e “Provocado por Mudanças Políticas de Governo” tiveram a mesma notícia divulgada em mais de um dia na base do *Bloomberg*®.

Quando a notícia sobre o *turnover* foi divulgada no *Bloomberg*® e simultaneamente em outras mídias especializadas, em mais de um dia, significa que foi considerada mais importante do que as outras. Nesta pesquisa, somente a motivação “Deixar o cargo para permanecer apenas no Conselho de Administração” teve divulgação simultânea em mais de um dia no *Bloomberg*® e em outras mídias especializadas, o que demonstra uma relativa efemeridade das notícias corporativas.

As notícias sobre o *turnover* do *CEO* podem ser exclusivas, ou seja, tratarem somente deste fato, ou serem divulgadas em meio a outras. A segunda forma demonstra uma menor importância atribuída para o evento. As motivações da Dimensão Forçada mostraram que a maioria das notícias foram exclusivas sobre a troca do *CEO* e que excepcionalmente o assunto foi divulgado em meio a outras notícias.

Embora uma notícia possa ser exclusiva, sua manchete pode conter uma chamada para outro aspecto menos importante do que a troca do *CEO*. Quando a notícia tem uma manchete sobre o *turnover* é porque a mídia quer atrair a atenção do leitor em maior proporção do que se a manchete fosse evasiva. Com exceção das motivações da Dimensão Voluntária, todas as demais motivações apresentaram alto índice de intensidade de notícias com manchete específica sobre o turnover do *CEO*. Este achado é coerente com a exclusividade das notícias sobre o evento. A divulgação da mesma notícia em mais de um meio simultaneamente demonstra uma repercussão maior sobre o evento. Mas foram poucas as notícias com esta característica.

As notícias são geralmente dirigidas a determinados públicos. As notícias sobre o *turnover* divulgadas em mídias dirigidas ao público investidor tem a possibilidade de gerar um impacto mais rápido no mercado em função de sua disseminação do que se fosse divulgada em mídias destinadas a outros públicos. A pesquisa mostrou que aproximadamente 91% das notícias foram divulgadas em mídias da área econômica, que são mais acessadas pelos investidores.

Quando a notícia sobre a troca do *CEO* foi divulgada antecipadamente ao mercado em relação a data da reunião do Conselho que formaliza a saída do *CEO*, pressupõe-se que a Companhia pretendeu evitar especulações no mercado e assim diminuir a volatilidade das ações.

Para testar a confiabilidade do índice de divulgação proposto foi utilizado o Kuder-Richardson-20 - KR-20 calculados para o índice de divulgação de notícias sobre *turnover* de *CEO* para o período de 2010 a 2014. O resultado teste indicou que o KR-20 foi de 0,638. Este resultado indica que há consistência interna do instrumento, considerando que em alguns cenários de investigação, a exemplo das ciências sociais, o KR-20 de 0,6 é aceitável (MAROCO E GARCIA-MARQUES, 2006).

4.4 ANÁLISE DOS RETORNOS ANORMAIS DE ACORDO COM AS MOTIVAÇÕES

A avaliação dos retornos anormais e sua relação com as motivações do *turnover* podem ser melhor compreendidas quando analisadas separadamente em função das motivações que justificaram as trocas de comando das companhias. Cada evento de *turnover* é único, com características próprias de data e valor da ação em relação ao valor das ações das outras empresas do estudo e do Índice do Mercado no período da Janela de Estimação.

Ressalta-se que as companhias brasileiras podem ter mais de um tipo de ação, em especial ordinárias e preferenciais. Assim, as empresas podem ter ações ordinárias e preferenciais ou somente ações ordinárias. O mercado de capitais pode apresentar reações diferentes para determinado tipo de ação quando do anúncio da troca de *CEO*. Em razão disto os retornos anormais foram calculados para as ações ordinárias e também para as preferenciais. Este aspecto resultou em cálculos de retornos anormais para 41 ações diferentes em relação aos 33 eventos que compuseram a população da pesquisa.

As trocas de *CEOs* no período foram essencialmente na Dimensão Forçada. A única mudança considerada voluntária em todo o período pesquisado foi a saída em decorrência da Aposentadoria e representou 3,0% do total do *turnover*, confirmando as pesquisas precedentes de Lausten (2002), Jenter e Lewellen (2014) e Jenter e Kanaan (2015) de que a maioria do *turnover* é forçado.

Para avaliar o grau de confiança dos retornos anormais calculados foi utilizado o Teste *t* para cada uma das ações das empresas que tiveram *turnover* de *CEO* no período. Para calcular o Teste *t* dividiu-se o retorno anormal para cada um dos dias da Janela de Eventos pelo erro padrão da regressão. O resultado foi um número positivo ou negativo representado pelo Teste *t* calculado, cuja avaliação de presença ou ausência de significância estatística dependeu da comparação do *score t* obtido com o *t* crítico.

4.4.1 RETORNOS ANORMAIS PARA A MOTIVAÇÃO DESEMPENHO INSATISFATÓRIO

Na Tabela 6 mostram-se os retornos anormais na Janela de Eventos para a motivação “Desempenho Insatisfatório”:

TABELA 6 – RETORNOS ANORMAIS PARA A MOTIVAÇÃO DESEMPENHO INSATISFATÓRIO

EMPRESA/ AÇÃO/DATA	t-5	t-4	t-3	t-2	t-1	t ₀	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
DASA ON 11/04/2011	-0,2%	3,1% *	0,3%	-2,0%	-0,3%	0,6%	2,0%	0,5%	1,4%	2,2%	2,4%
LUPATECH ON 31/08/2011	2,0%	-0,8%	0,8%	1,4%	2,3%	1,1%	0,0%	-0,6%	0,9%	0,4%	-1,6%
MARFRIG ON 30/01/2012	-0,6%	-0,4%	0,3%	-2,8%	-5,2% *	1,5%	4,3%	-5,5% **	-6,4% **	8,7% ***	1,2%
PDG REALT ON 08/08/2012	-0,9%	-1,1%	-2,5%	0,2%	-0,4%	-1,7%	1,9%	-1,4%	-1,8%	2,3%	2,1%
PARAPANEMA ON 14/12/2012	-1,6%	-1,7%	0,1%	0,3%	-2,3%	-2,7%	3,5%	4,2%	1,6%	-1,0%	4,5%
OI ON 22/01/2013	3,6% *	-0,3%	2,0%	1,7%	-1,7%	-6,3% ***	2,5%	-1,1%	1,4%	2,8% *	8,5% ***
OI PN 22/01/2013	2,0%	-2,1%	2,2%	2,0%	-5,1% **	-7,7% ***	3,8% *	-3,7% *	-0,7%	-0,7%	3,9% *
SARAIVA PN 25/04/2013	-0,3%	-2,5%	-1,4%	1,9%	-1,2%	1,4%	0,3%	3,3% *	0,7%	-0,3%	-1,0%
BRF ON 17/10/2013	1,2%	0,5%	-1,5%	-1,8%	-1,7%	0,6%	-0,2%	0,6%	1,0%	-0,9%	0,3%
FORJAS ON 18/11/2013	0,5%	-6,0% **	0,2%	6,0% **	-0,1%	0,4%	0,7%	0,1%	-0,5%	-0,2%	0,4%
FORJAS PN 18/11/2013	-2,4%	-2,8%	1,4%	3,3%	5,2% **	6,8% ***	-1,5%	-3,1%	-0,3%	-0,1%	-3,1%
PÃO AÇUCAR PN 16/04/2014	-1,6%	-0,8%	0,3%	0,1%	0,6%	0,5%	-0,8%	0,0%	-0,9%	-0,1%	-0,6%
BRF ON 13/08/2014	-1,4%	0,0%	-0,3%	1,1%	-0,1%	0,3%	0,5%	-3,2% ***	-0,1%	-2,0%	-0,7%
DASA ON 22/12/2014	-4,0% **	0,4%	0,6%	-1,2%	0,3%	0,9%	2,8%	5,3% ***	5,8% ***	-3,4% *	-7,5% ***
Mínimo	-4,0%	-6,0%	-2,5%	-2,8%	-5,2%	-7,7%	-1,5%	-5,5%	-6,4%	-3,4%	-7,5%
Máximo	3,6%	3,1%	2,2%	6,0%	5,2%	6,8%	4,3%	5,3%	5,8%	8,7%	8,5%
Média	-0,3%	-1,0%	0,2%	0,7%	-0,7%	-0,3%	1,4%	-0,3%	0,1%	0,5%	0,6%

*Significância ao nível de 10,0%; ** Significância ao nível de 5,0%; *** Significância ao nível de 1,0%;

ON= Ordinárias Nominativas; PN = Preferenciais Nominativas

FONTE: Elaborado pelo Autor (2016)

Observa-se que as ações das empresas LUPATECH, PDG REALT, PARAPANEMA, BRF e PÃO DE AÇÚCAR apresentaram retornos anormais na Janela de Eventos. No entanto, estes não foram estatisticamente significativos, o que indica que o *turnover* destas empresas não afetou os preços destas ações de forma significativa. Em outras palavras, o mercado entendeu que as mudanças no comando destas organizações não foram suficientes para mudar as expectativas em relação ao valor das respectivas empresas.

Observa-se também que as maiores distâncias entre os retornos positivos e negativos ocorreram a partir da data do anúncio do *turnover*. As duas maiores distâncias de 14,5% e 16,0%, ocorreram no dia do anúncio e cinco dias após, respectivamente. Isto leva a raciocinar que o mercado pode reagir de forma diferente em relação a cada empresa para um mesmo tipo de evento. Portanto, os resultados demonstram que o mercado não seguiu necessariamente a

mesma direção, ocorrendo retornos anormais positivos e negativos estatisticamente significativos nos dias compreendidos na Janela de Eventos.

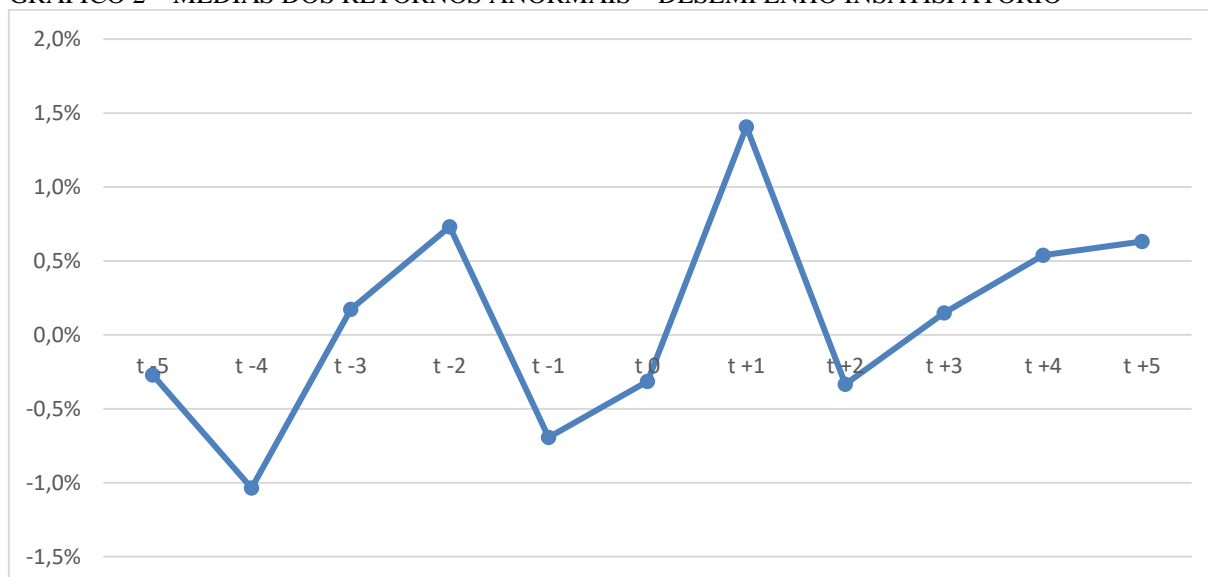
Algumas empresas apresentaram retornos anormais estatisticamente significativos antes da data do anúncio do *turnover* do *CEO*. A empresa DASA teve 2 *turnovers* no período, um em 2011 e outro em 2014. Em 2011 o retorno anormal significativo foi de 3,1% quatro dias antes da data do anúncio e em 2014 foi de -4,0% cinco dias antes do anúncio. As ações ordinárias da FORJAS TAURUS apresentaram retorno anormal de -6,0% quatro dias antes da data do anúncio e retorno anormal de 6,0% dois dias antes. Este fato sugere que houve a reversão de avaliações negativas sobre o valor da empresa antes da data do anúncio do *turnover*. Observa-se também que um dia antes do anúncio do *turnover* as empresas MARFRIG, OI (PN) e FORJAS TAURUS (PN) apresentaram retornos anormais estatisticamente significativos de -5,2%, -5,1% e 5,2% respectivamente. A empresa OI (ON) apresentou retorno anormal de 3,6% cinco dias antes da data do anúncio. A existência de retornos anormais estatisticamente significativos antes das datas dos anúncios do *turnover* do *CEO* sugere o uso de informação privilegiada, o que é legalmente vedado pela legislação societária brasileira. No entanto, não se pode descartar a possibilidade da existência de outro fato, não detectado na pesquisa, que possa ter o poder de influenciar nas decisões dos agentes do mercado.

Foi observado que aproximadamente 68% dos retornos anormais estatisticamente significativos ocorreram na data do anúncio ou em dias posteriores, mas dentro da Janela de Eventos. Na data do anúncio (t_0) a Empresa OI apresentou retornos anormais negativos para os dois tipos de ações, sendo -6,3% para as ações ordinárias e -7,7%, para as ações preferenciais. Mas as ações ordinárias desta Empresa apresentaram retornos anormais positivos de 8,5% cinco dias depois do anúncio, demonstrando reversão dos retornos negativos. O mesmo não ocorreu com as ações preferenciais, que apresentaram retorno anormal positivo de 3,9% cinco dias depois do anúncio.

Ainda na data do anúncio observou-se que a FORJAS TAURUS apresentou retorno anormal de 6,8%, demonstrando que o mercado reagiu positivamente ao anúncio da troca de comando. A empresa BRF também teve duas trocas de comando. Uma em 2013, que não apresentou retorno anormal estatisticamente significativo e outra em 2014, que apresentou retorno anormal de -3,2% dois dias depois do anúncio. No *turnover* na empresa DASA de 2014 observou-se certa anormalidade, em que o retorno anormal foi de -4,0% cinco dias antes da data do anúncio, mas em $t+2$ a $t+5$ foi respectivamente de 5,3%, 5,8%, -3,4 e -7,5%, demonstrando retornos anormais significativos em quase todos os dias da Janela de Eventos posteriores a data do anúncio do *turnover*.

No Gráfico 2 mostram-se os retornos anormais médios decorrentes da motivação “Desempenho Insatisfatório”:

GRÁFICO 2 – MÉDIAS DOS RETORNOS ANORMAIS – DESEMPENHO INSATISFATÓRIO



FONTE: Elaborado pelo Autor (2016)

Observa-se que os retornos médios foram majoritariamente positivos na Janela de Eventos e que no dia seguinte ao anúncio (t+1) foi o dia que apresentou o maior retorno médio positivo, voltando os preços próximos da normalidade nos dias seguintes, mas ainda com viés de alta. Uma troca de *CEO* que tenha o Desempenho Insatisfatório como motivação tende a gerar retornos anormais positivos, pois a tendência é de que o mercado perceba que os resultados da Companhia possam melhorar e isto é precificado pelo mercado. Este resultado está de acordo com a pesquisa de Weisbach (1988), o qual defende que a mudança em função da motivação Desempenho tende a gerar efeitos positivos porque as demissões anunciadas são consistentes com a ideia de que o Conselho aumenta o valor da empresa por meio da remoção da gestão que apresenta mau desempenho.

4.4.2 RETORNOS ANORMAIS PARA A MOTIVAÇÃO PERMANECER SOMENTE NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Muitos *CEOs* que acumulavam o cargo com a Presidência do Conselho de Administração foram obrigados a se afastarem do comando executivo da Companhia para permanecer somente no Conselho. Esta saída tem caráter de normalidade porque não representa, em princípio, forte ruptura na gestão da Companhia. Com relação à esta motivação apresenta-se na Tabela 7 os retornos anormais observados na Janela de Eventos.

TABELA 7 – RETORNOS ANORMAIS PARA A MOTIVAÇÃO PERMANECER SOMENTE NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

EMPRESA/ AÇÃO/DATA	t-5	t-4	t-3	t-2	t-1	t ₀	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
ALL PN 31/08/2010	-0,5%	0,5%	1,5%	1,3%	0,4%	0,7%	-1,6%	0,3%	0,0%	-1,3%	-2,6%
ALL ON 31/08/2010	-0,9%	-0,5%	-0,2%	1,8%	-0,7%	0,4%	1,3%	1,4%	-2,5%	-0,8%	-0,8%
FORJAS PN 10/08/2011	0,0%	-3,7%	-1,5%	0,3%*	-5,9%**	7,4%***	-10,4%	1,1%	3,0%	1,5%	0,9%
ROSSI ON 13/09/2011	-2,1%	0,3%	-0,6%	-0,6%	-1,9%	-1,3%	-2,9%	-0,9%	-1,9%	-0,2%**	-5,1%**
ESTACIO ON 13/03/2012	0,3%	-2,6%	0,2%	0,4%	0,4%	-1,7%	-0,6%	-1,7%	-2,2%	2,8%	-0,4%
TIM ON 06/02/2013	-1,2%	0,4%	1,5%	0,1%	-0,3%	0,5%	-1,4%	-1,0%	0,5%	0,2%	-0,6%
LOCALIZA ON 17/04/2013	1,4%	-1,4%	-1,9%	-0,3%	-0,6%	0,2%	0,1%	-0,5%***	3,8%	-0,1%	1,8%
GRENDENE ON 25/04/2013	-1,6%	-0,3%	1,1%	0,8%	2,1%**	-3,3%	0,0%	-0,4%	-1,7%	0,1%	-0,2%
ULTRAPAR ON 15/05/2013	0,5%	-0,6%	1,0%	2,0%	-0,5%	0,7%***	-5,6%	1,1%***	-3,8%	-1,0%*	2,2%
OI PN 04/06/2013	-0,4%	0,0%	1,1%**	-4,9%*	-4,1%	3,4%***	17,1%	0,9%	-1,2%**	4,6%	-2,9%
OI ON 04/06/2013	-1,2%	-0,3%	0,2%*	-4,1%**	-5,2%**	6,5%***	16,0%	3,1%	-1,2%	3,9%	-1,5%
BR PHARMA ON 10/03/2014	0,0%	0,6%	-0,1%	-1,5%***	-5,8%	-1,8%	0,5%	2,2%	2,6%	2,2%	-2,8%
JHSF PART ON 30/04/2014	-0,7%	0,9%	-1,7%	-0,1%	0,1%	-2,8%	-1,4%	-2,0%	-0,6%	2,4%	-0,2%
CYRELA ON 02/05/2014	0,4%	1,9%	-1,7%	-0,9%	-0,7%*	2,2%	-0,7%	-1,2%*	-2,3%	0,9%	0,6%
QUALICORP ON 22/05/2014	0,3%	-2,1%	0,5%	0,6%	0,3%	0,5%	0,3%	1,7%	0,4%	0,7%	-0,8%
Mínimo	-2,1%	-3,7%	-1,9%	-4,9%	-5,9%	-3,3%	-10,4%	-2,0%	-3,8%	-1,3%	-5,1%
Máximo	1,4%	1,9%	1,5%	2,0%	2,1%	7,4%	17,1%	3,1%	3,8%	4,6%	2,2%
Média	-0,4%	-0,5%	0,0%	-0,3%	-1,5%	0,8%	0,7%	0,3%	-0,5%	1,1%	-0,8%

*Significância ao nível de 10,0%; ** Significância ao nível de 5,0%; *** Significância ao nível de 1,0%;

ON= Ordinárias Nominativas; PN = Preferenciais Nominativas

FONTE: Elaborado pelo Autor (2016)

A saída do cargo de *CEO* para permanecer somente no Conselho de Administração, ainda que não se traduza em ampla ruptura e decorra de regulações do mercado de capitais, gerou retornos anormais estatisticamente significativos para aproximadamente 62% das empresas que tiveram esta motivação como *turnover*. Este fato demonstra que o mercado reagiu à essas mudanças porque percebeu que as alterações no alto comando podem afetar positiva ou negativamente o valor das Companhias.

Observou-se a ocorrência de 10 retornos anormais estatisticamente significativos em até três dias antes da data do anúncio do *turnover*, o que induz a possibilidade da existência de *insider information*. A empresa FORJAS TAURUS apresentou retornos anormais de 0,3% e -5,9% dois dias antes do anúncio e um dia antes e as empresas GRENDENE, BR PHARMA

e CYRELA de 2,1%, -1,5% e -0,7% um dia antes, dois dias antes e um dia antes do anúncio, respectivamente.

Os maiores retornos anormais estatisticamente significativos ocorreram no dia do anúncio do *turnover*. Neste dia as empresas FORJAS TAURUS, ULTRAPAR, OI (PN) e OI (ON) apresentaram retornos anormais positivos de 7,4%, 0,7%, 3,4% e 6,5%, respectivamente. Isto denota que o mercado se comportou de forma otimista com as trocas de *CEO* destas empresas na data do anúncio, o que pode induzir ao raciocínio de que as empresas aproveitaram o momento regulatório para fazer mudanças no comando das empresas e que estas mudanças foram avaliadas positivamente pelo mercado.

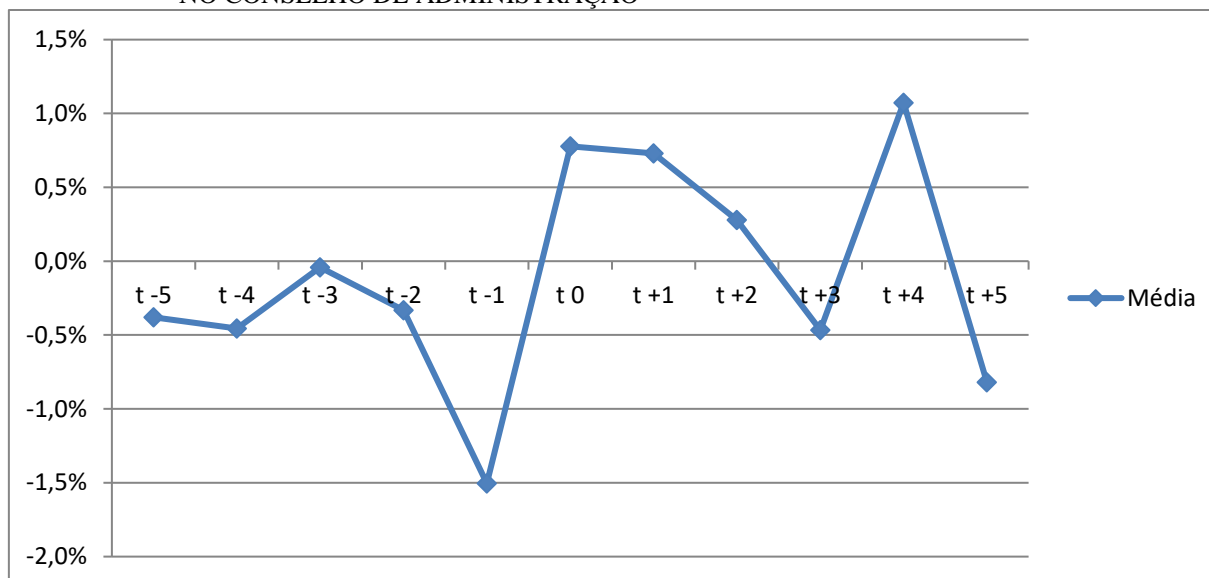
Entre as 15 ações em que foram calculados os retornos anormais com a motivação de natureza regulatória, observou-se que as empresas ALL, ESTÁCIO, TIM, JHSF e QUALICORP não apresentaram retornos anormais estatisticamente significativos na Janela de Eventos.

As empresas FOJAS TAURUS e OI foram as empresas que apresentaram maiores retornos anormais um dia após a data do anúncio do *turnover*. No entanto, a empresa OI foi a que apresentou a maior quantidade de retornos anormais para os dois tipos de ações na Janela de Eventos, destacando-se que em dois dias e um dia antes do anúncio os retornos foram negativos e na data do anúncio foram positivos.

Os resultados mostram que o anúncio da saída do *CEO* se refletiu, na maioria das vezes, em retornos anormais negativos em face da percepção de insegurança dos investidores em relação ao futuro da Companhia. Esses achados convergem para as pesquisas de Beatty e Zajac, (1987) e Warner; Watts e Wruck (1988), que apontam para as incertezas do mercado decorrentes da troca de comando das empresas. Todavia, a percepção do mercado pode ser diferente em determinados momentos. Enquanto algumas empresas acreditam que há não haverá mudanças relevantes, a troca pode deixar os investidores inseguros quanto ao futuro da Companhia, provendo retornos anormais.

No Gráfico 3 pode-se observar o comportamento do mercado em relação ao *turnover* de *CEO* quanto este deixou a função para permanecer somente no Conselho.

GRÁFICO 3 – RETORNOS ANORMAIS MÉDIOS PARA A MOTIVAÇÃO PERMANÊNCIA SOMENTE NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO



FONTE: Elaborado pelo Autor (2016)

Nota-se que o maior retorno médio negativo ocorreu um dia antes da data do anúncio. Por outro lado, no dia do anúncio do *turnover* e quatro dias depois foram registrados os maiores retornos médios positivos. Também se observou a tendência de retomada dos retornos negativos cinco dias após a data do anúncio.

4.4.3 RETORNOS ANORMAIS PARA A MOTIVAÇÃO MUDANÇAS POLÍTICAS DE GOVERNO

A saída do *CEO* em decorrência de Mudanças Políticas de Governo é uma realidade do país e os *CEOs* das sociedades de economia mista ou de Companhias com participação relevante da Administração Pública estão sujeitos a perderem seus cargos em decorrência de composições de natureza política. Na Tabela 8 mostram-se os retornos anormais das Companhias que tiveram a troca do *CEO* em decorrência de Mudanças Políticas de Governo:

TABELA 8 – RETORNOS ANORMAIS PARA A MOTIVAÇÃO MUDANÇAS POLÍTICAS DE GOVERNOS

TICKER / DATA	t -5	t -4	t -3	t -2	t -1	t 0	t +1	t +2	t +3	t +4	t +5
COPEL ESP 27/12/2010	1,6%	-0,3%	-2,8% **	-1,0%	-0,2%	-1,0%	-0,2%	2,1%	0,0%	-0,1%	-0,4%
COPEL ON 27/12/2010	-0,3%	0,0%	-0,5%	-1,0%	0,7%	0,8%	-2,0%	0,9%	-0,2%	1,0%	0,2%
ELETROBRÁS ESP 07/02/2011	1,0%	-1,8%	1,7%	0,0%	1,6%	0,4%	0,0%	1,3%	-0,4%	-1,1%	-0,6%
ELETROBRÁS ON 07/02/2011	1,0%	0,3%	0,9%	-0,3%	0,0%	-0,6%	1,7%	-0,5%	0,4%	0,3%	1,2%
VALE ON 31/03/2011	-0,8%	-0,4%	0,2%	1,6% *	-2,3% **	-0,2%	-1,8% *	1,4%	0,2%	-0,3%	-1,1%
VALE ESP 31/03/2011	-0,6%	-0,7%	0,3%	-0,1%	1,6% *	2,2% ***	0,3%	0,3%	-0,5%	-0,3%	0,6%
PETROBRAS PN 24/01/2012	-0,5%	0,7%	-1,0%	-0,6%	3,6% ***	0,9%	-2,6% **	-1,0%	-0,2%	-0,5%	-0,8%
PETROBRAS ON 24/01/2012	-0,8%	1,2%	1,0%	-0,4%	0,3%	-5,9% ***	0,2%	-3,2% ***	-1,4%	2,1% *	-0,6%
CELESC PN 17/01/2013	0,4%	-2,4%	1,6%	-2,5%	2,0%	-0,1%	-2,3%	-0,2%	-0,1%	-2,3%	0,7%
Mínimo	-0,8%	-2,4%	-2,8%	-2,5%	-2,3%	-5,9%	-2,6%	-3,2%	-1,4%	-2,3%	-1,1%
Máximo	1,6%	1,2%	1,7%	1,6%	3,6%	2,2%	1,7%	2,1%	0,4%	2,1%	1,2%
Média	0,1%	-0,4%	0,2%	-0,5%	0,8%	-0,4%	-0,7%	0,1%	-0,3%	-0,1%	-0,1%

*Significância ao nível de 10,0%; ** Significância ao nível de 5,0%; *** Significância ao nível de 1,0%;

ON= Ordinárias Nominativas; PN = Preferenciais Nominativas

FONTE: Elaborado pelo Autor (2016)

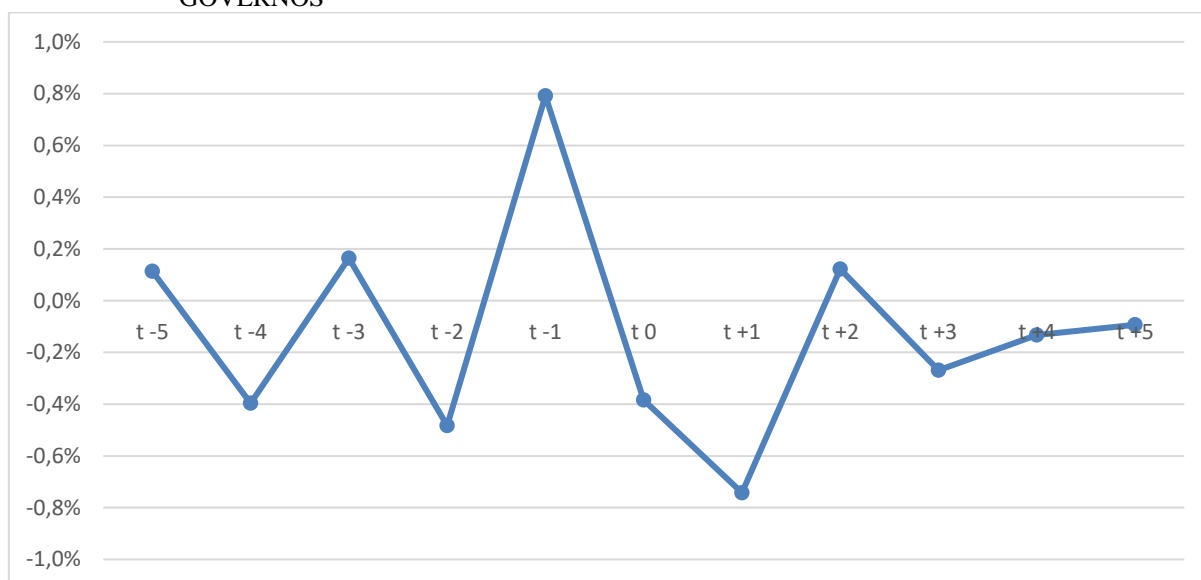
Observa-se que as ações ordinárias da COPEL, os dois tipos de ações da ELETROBRÁS e as ações da CELESC não apresentaram retornos anormais estatisticamente significativos na Janela de Eventos. A maior variação entre mínimos e máximos foi de 8,1% na data do anúncio. De alguma forma o resultado mostra que o mercado percebeu a perspectiva de troca de *CEO* nestas Companhias com antecedência em relação à data do anúncio. Esta percepção de mudança decorre das avaliações diárias que os agentes fazem dos eventos de natureza política que podem refletir nas empresas.

A motivação Mudanças Políticas de Governo foi a que apresentou a menor variação entre retornos mínimos e máximos, com uma média tendente a zero. Isto implica em reconhecer que esta motivação não afetou de forma significativa os preços das ações de todas as empresas. Mas o preço das ações da Petrobras, como a maior Companhia brasileira, apresentou outro comportamento. As ações preferenciais apresentaram retorno anormal positivo estatisticamente significativo de 3,6% um dia antes da data do anúncio do *turnover* e negativo em -2,6% um dia depois do anúncio. Portanto, houve um movimento significativo de compra e venda deste tipo de ação em torno da data do anúncio da mudança. No entanto,

as ações ordinárias apresentam retornos anormais negativos na data do anúncio e em dois dias depois, o que traduz uma reavaliação dos agentes em relação ao futuro da Companhia.

De forma geral a troca do *CEO* em decorrência de Mudanças Políticas de Governo gerou mais retornos negativos do que positivos na Janela de Eventos, principalmente das ações ordinárias da Petrobras na data do anúncio, o que representou uma sinalização negativa do mercado para as mudanças. No Gráfico 4 mostra-se as médias dos retornos anormais na Janela de Eventos.

GRÁFICO 4 – RETORNOS ANORMAIS MÉDIOS EM FUNÇÃO DE MUDANÇAS POLÍTICAS DE GOVERNOS



FONTE: Elaborado pelo Autor (2016)

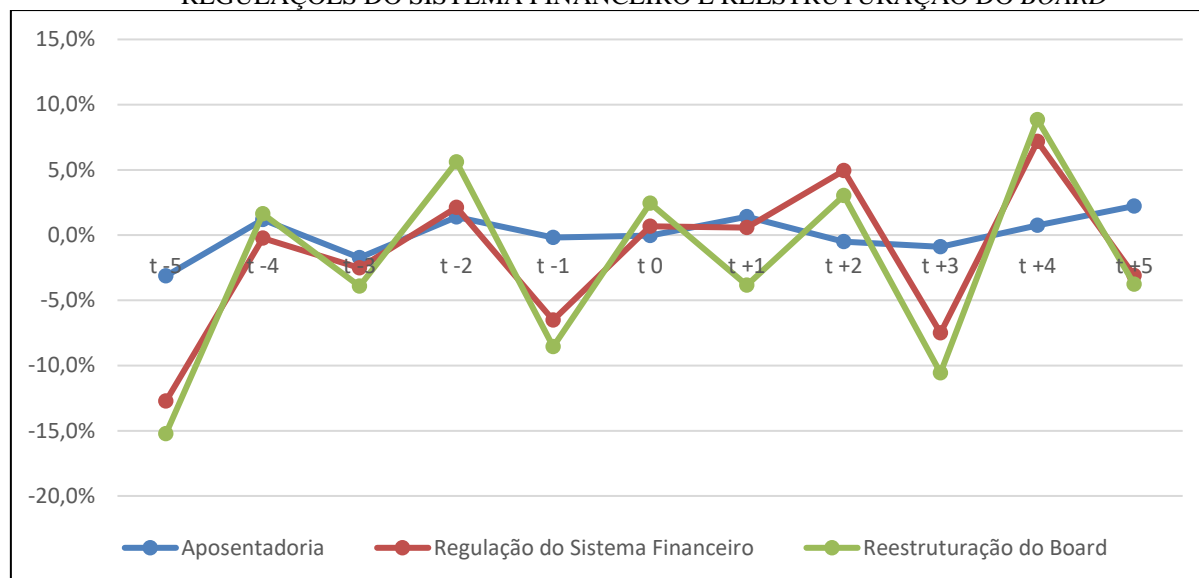
Embora tenham ocorridos retornos médios positivos e negativos, observa-se que os preços tenderam para a normalidade a partir do segundo dia após o anúncio do *turnover*. Assim, o mercado reagiu negativamente com maior intensidade para algumas ações após os anúncios da mudança de *CEO*. Por outro lado, observou-se que as mudanças nas empresas CELESC e Eletrobrás não apresentaram retornos anormais estatisticamente significativos, sinalizando que o mercado não observou perspectivas de mudanças relevantes no valor destas empresas, destacando-se ainda o fato de que ambas são do setor de energia, que é um setor fortemente regulado.

4.4.4 RETORNOS ANORMAIS PARA AS MOTIVAÇÕES APOSENTADORIA, REGULAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO E REESTRUTURAÇÃO DO *BOARD*

As motivações “Aposentadoria”, “Regulação do Sistema Financeiro” e “Reestruturação do *Board*” apresentaram um evento cada uma no período da pesquisa. Em

face disto é necessária cautela nas análises destes retornos. Considerando a ocorrência de somente um evento para cada uma destas motivações, optou-se por apresentar os resultados de forma aglutinada gráfica. Esta pequena quantidade de eventos inviabiliza generalizações. No Gráfico 5 ilustra-se de forma aglutinada os retornos anormais médios para as motivações “Aposentadoria”, “Regulação do Sistema Financeiro” e “Reestruturação do *Board*”.

GRÁFICO 5 – RETORNOS ANORMAIS MÉDIOS PARA AS MOTIVAÇÕES APOSENTADORIA, REGULAÇÕES DO SISTEMA FINANCEIRO E REESTRUTURAÇÃO DO *BOARD*



FONTE: Elaborado pelo Autor (2016)

Embora cada uma dessas motivações tenha natureza diferente, os retornos anormais para Regulação do Sistema Financeiro e Reestruturação do *Board* seguiram uma mesma trajetória. Observou-se também que o *turnover* decorrente da Aposentadoria não apresentou graficamente grandes oscilações, demonstrando que o mercado avaliou o *turnover* com certa naturalidade.

4.5 ANÁLISE DOS RETORNOS ANORMAIS ACUMULADOS DE ACORDO COM AS MOTIVAÇÕES

A análise dos Retornos Anormais Acumulados (*CAR*) na Janela de Eventos pode propiciar uma outra visualização dos efeitos do *turnover* do *CEO*. Os Retornos Anormais Acumulados (*CAR*) possibilitam observar a trajetória seguida pelos retornos para um período de tempo mais significativo (TAKAMATSU; LAMOUNIER; COLAUTO, 2008).

A acumulação dos retornos na Janela de Eventos possibilita a análise com combinações de acumulação no tempo. Nesta pesquisa optou-se pela acumulação partindo da data do anúncio do *turnover* (t_0) para as mais distantes após a data do anúncio, porque esta

forma de acumulação permite avaliar melhor os efeitos do *turnover* no pressuposto lógico de que esses efeitos tendem a continuar em dias imediatamente posteriores ao dia do anúncio. Os Retornos Anormais Acumulados médios (CAR) trazem informações interessantes por motivações na Janela de Eventos. Na Tabela 9 mostram-se os Retornos Anormais Acumulados médios para as Janelas de Eventos:

TABELA 9 – RETORNOS ANORMAIS MÉDIOS ACUMULADOS

MOTIVAÇÕES /RETORNOS	t ₀	t ₀ a t+1	t ₀ a t+2	t ₀ a t+3	t ₀ a t+4	t ₀ a t+5
Desempenho	-0,30%	1,10%	0,80%	0,90%	1,40%	2,00%
Permanece somente no Conselho	0,80%	1,50%	1,80%	1,30%	2,40%	1,60%
Mudança de Políticas de Governo	-0,40%	-1,10%	-1,00%	-1,30%	-1,40%	-1,50%
Regulação do Sistema Financeiro	-0,75%	1,95%	-4,71%	-1,13%	-0,90%	-5,42%
Reestruturação do <i>Board</i>	-4,42%	-6,36%	-9,44%	-7,78%	-8,46%	-14,96%
Aposentadoria	-0,30%	1,10%	0,80%	0,90%	1,40%	2,00%
Média geral	-0,85%	-0,25%	-1,94%	-1,34%	-1,04%	-2,56%
Mínimo	-4,42%	-6,36%	-9,44%	-7,78%	-8,46%	-14,96%
Máximo	0,80%	1,95%	1,80%	1,30%	2,40%	2,95%

*Significância ao nível de 10,0%; ** Significância ao nível de 5,0%; *** Significância ao nível de 1,0%

FONTE: Elaborado pelo Autor (2016)

Observou-se que a motivação Desempenho manteve um relativo equilíbrio dos retornos anormais acumulados. Os retornos médios acumulados foram positivos na acumulação na Janela de Eventos, sendo que a menor acumulação de 0,8% ocorreu em dois dias depois do anúncio e a maior de 2,0% ocorreu cinco dias depois. Os retornos anormais acumulados mostram que o mercado reagiu positivamente ao *turnover* de *CEO* em razão do Desempenho, demonstrando que os agentes do mercado avaliaram positivamente as remoções dos gestores com Desempenho Insatisfatório.

A motivação “Permanecer Somente no Conselho de Administração” também apresentou certo equilíbrio nos retornos acumulados na Janela de Eventos, o que pode ser constatado pela menor distância entre os retornos acumuladas nos dias da acumulação. Observou-se também que todos os retornos acumulados na Janela de Eventos foram positivos, mostrando que, embora esta motivação tivesse natureza regulatória, o mercado avaliou positivamente as mudanças.

No entanto, o mercado reagiu negativamente quando a remoção do *CEO* decorreu de aspectos de natureza política. Os retornos anormais médios acumulados decorrentes da saída do *CEO* em função das Mudanças Políticas de Governo apresentaram retornos negativos acumulados em todos os dias em que foram efetuadas as acumulações.

As acumulações dos retornos anormais decorrentes da motivação Regulação do Sistema Financeiro mostraram retornos anormais médios negativos em todos os dias de acumulação. Este fato denota que o mercado reagiu ao anúncio de troca de CEO mesmo diante de uma motivação de natureza regulatória, o que reforça o papel importante que o *CEO* exerce no comando das empresas, pois a sua remoção, independentemente de alguma normalidade, pode causar insegurança aos agentes do mercado quanto ao futuro da Companhia.

A Reestruturação do *Board* foi a motivação que apresentou os maiores retornos médios negativos acumulados. Isto mostra que o mercado reagiu negativamente ao *turnover*, embora esta motivação possa representar a inocorrência de ruptura, ou seja, esta motivação representa certa normalidade no ambiente corporativo. A aposentadoria do *CEO* mostrou retornos anormais médios acumulados positivos. Logo o mercado observou esta saída positivamente, sendo que esta motivação possui nitidamente caráter de normalidade.

Observou-se ainda que as maiores oscilações dos retornos anormais acumulados médios entre mínimos e máximos ocorreram na acumulação em cinco dias após o anúncio da troca. A média geral dos retornos acumulados mostraram que o mercado reagiu negativamente às mudanças, mostrando que os agentes tendem a vender suas ações em razão da incerteza que o *turnover* de *CEO* gera quanto ao futuro da companhia.

Buscando outra forma de análise dos Retornos Anormais Acumulados (*CAR*) foi utilizado o Teste dos Sinais. Este teste não paramétrico é menos rigoroso em relação ao tipo de distribuição de probabilidades das variáveis analisadas. Para este teste a hipótese nula formulada é de que a proporção de retornos anormais acumulados positivos é igual à proporção de retornos anormais negativos. A lógica do Teste dos Sinais segue a lógica do Teste dos Sinais por Postos de Wilcoxon. Neste teste trabalha-se com os dados emparelhados e as diferenças positivas e negativas são destacadas. No entanto, as magnitudes das diferenças não são consideradas, mas sim a direção das diferenças, se positivas ou negativas. O Teste trabalha com a proporção esperada “*p*” de diferenças positivas *versus* a proporção observada das mesmas diferenças. O resultado do teste é medido por meio da comparação entre as diferenças positivas verificadas e as observadas. Da mesma maneira que no Teste dos Sinais por Postos de Wilcoxon, se o *p-value* calculado for inferior ao nível de significância definida, a hipótese nula de não existência de diferença de sinais é rejeitada. Caso contrário, não se pode rejeitar esta hipótese (SALOTTI et al., 2006).

Em decorrência de que o tamanho da população do estudo é pequeno, optou-se por efetuar o Teste de Sinais sem dividi-lo por motivações porque isto reduziria o tamanho da população do teste para cada motivação. Na Tabela 10 mostram-se os resultados do Teste de Sinais:

TABELA 10 – TESTE DOS SINAIS PARA RETORNOS ANORMAIS ACUMULADOS

DADOS	t ₀	t ₀ a t+1	t ₀ a t+2	t ₀ a t+3	t ₀ a t+4	t ₀ a t+5
Negativos	18	22	21	21	20	22
Positivos	23	19	20	20	21	19
Total	41	41	41	41	41	41
Média	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5
Desvio Padrão	3,2016	3,20156	3,20156	3,20156	3,20156	3,20156
Estatística Teste Z	-0,7809	0,46852	0,15617	0,15617	-0,1562	0,46852

*Significância ao nível de 10,0%; ** Significância ao nível de 5,0%; *** Significância ao nível de 1,0%

FONTE: Elaborado pelo Autor (2016)

Os resultados apresentados pelo Teste de Sinais para os retornos anormais acumulados, dado um valor crítico de 1,64 para um nível de 90% de confiança, mostraram que não foi possível rejeitar a hipótese nula para nenhuma das acumulações analisadas. Assim, considerando o modelo de mercado como estimador dos retornos anormais e as suas limitações, concluiu-se que a proporção de retornos anormais acumulados positivos é estatisticamente igual à proporção de retornos anormais negativos e não aponta uma direção específica para os retornos anormais acumulados, demonstrando equilíbrio entre retornos positivos e negativos.

No entanto, pode ser observado um resultado diferente do Teste quando aplicado para os retornos anormais diários na Janela de Eventos. Na Tabela 11 mostra-se o resultado do Teste de Sinais para os retornos anormais:

TABELA 11 – TESTE DOS SINAIS PARA RETORNOS ANORMAIS NA JANELA DE EVENTOS

DADOS	t-5	t-4	t-3	t-2	t-1	t0	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
Negativos	23	24	27	14	26	18	20	20	24	20	27
Positivos	18	17	14	27	15	23	21	21	17	21	14
Total	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41
Média	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5
Desvio Padrão	3,2016	3,2016	3,2016	3,2016	3,2016	3,2016	3,2016	3,2016	3,2016	3,2016	3,2016
Estatística Teste Z	0,780	1,0932	2,030*	-2,030*	1,717*	-0,780	-0,156	-0,156	1,093	-0,156	2,030*

*Significância ao nível de 10,0%; ** Significância ao nível de 5,0%; *** Significância ao nível de 1,0%

FONTE: Elaborado pelo Autor (2016)

Os resultados apresentados pela estatística Teste de Sinais para os retornos anormais na Janela de Eventos, considerando um valor crítico de 1,64 para um nível de 90% de confiança, mostraram que é possível rejeitar a hipótese nula para os retornos em t-3, t-2, t-1, em t+5. Por outro lado, não é possível rejeitar a hipótese nula que a proporção de retornos anormais positivos é igual à proporção de retornos anormais negativos para os retornos anormais em t-5, t-4, t0, t+1 a t+4. Assim, foi rejeitada hipótese nula para 4 dias e não se pode

rejeitar a hipótese nula para 7 dias. O resultado aponta que em determinados dias houve uma direção positiva ou negativa para os retornos anormais e que em outros dias não houve uma direção.

4.6 RELAÇÃO ENTRE O ÍNDICE DE INTENSIDADE DA DIVULGAÇÃO DAS NOTÍCIAS SOBRE TURNOVER E OS RETORNOS ANORMAIS

Segundo Gujarati (2011) o objetivo básico de uma análise de correlação é medir a intensidade ou o grau de associação linear entre duas variáveis. Observa-se que o coeficiente de correlação assume valores entre -1 e +1. Quando o coeficiente de correlação é maior que zero e menor que um ($0 < r < 1$) significa que as variáveis estão associadas e variando de forma direta, ou seja, quando uma aumenta a outra a acompanha no mesmo sentido, demonstrando uma correlação linear positiva. Quando o resultado estiver próximo de +1 significa que há forte correlação entre as variáveis, considerada como uma correlação quase perfeita. No sentido oposto, quando o coeficiente se aproximar de zero significa uma correlação fraca, demonstrando que as variáveis possuem certa independência. E por fim, quando o coeficiente for igual a zero significa que não há nenhuma correlação entre as variáveis (STEVENSON, 2001). A análise das correlações serve como referência preliminar das relações existentes entre as variáveis.

Nesta pesquisa buscou-se aferir a existência ou não da relação entre a intensidade da divulgação das motivações do *turnover* de *CEO* e os retornos anormais. A ideia da métrica foi avaliar se a intensidade da divulgação das motivações do *turnover* do *CEO* estava associada com os retornos anormais quando do anúncio da troca. Na Tabela 12 apresenta-se a matriz de correlação de Spearman, que é um teste não paramétrico, entre a variável IDM – Índice de Intensidade da Divulgação das Motivações do *turnover* de *CEO* e os retornos anormais na Janela de Eventos:

TABELA 12 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO DE *SPEARMAN* PARA A INTENSIDADE DE DIVULGAÇÃO DAS MOTIVAÇÕES

DIA	CORRELAÇÃO	IDM
t-5	Correlação	-,055
	Sig.	,624
t-4	Correlação	-,103
	Sig.	,355
t-3	Correlação	-,103
	Sig.	,355
t-2	Correlação	,040
	Sig.	,722
t-1	Correlação	-,139
	Sig.	,209
t ₀	Correlação	,216*
	Sig.	,049
t+1	Correlação	-,062
	Sig.	,575
t+2	Correlação	,118
	Sig.	,287
t+3	Correlação	,198
	Sig.	,072
t+4	Correlação	-,126
	Sig.	,258
t+5	Correlação	-,038
	Sig.	,734

*Significância ao nível de 5,0%; **Significância ao nível de 1,0%; IDM= Índice de Intensidade de Divulgação das Motivações do *Turnover* de *CEO*

FONTE: Elaborado pelo Autor (2016)

A matriz de correlação de *Spearman* mostra que a intensidade de divulgação do *turnover* de *CEO* teve correlação positiva com os retornos anormais ao nível de significância de 5% no dia do anúncio do *turnover* (t_0). Desta forma, não se pode rejeitar a primeira hipótese do teste de que há relação significativa e positiva entre o retorno anormal e a intensidade de divulgação de notícias sobre a mudança de *CEO* em companhias abertas com participações societárias de fundos de pensão. A matriz de correlação leva a aceitação da segunda hipótese da pesquisa porque a intensidade das notícias demonstrou correlação positiva e significativa entre os retornos anormais e o *turnover* de *CEO* forçado na Janela de Eventos.

Também é importante avaliar se retornos anormais estão associados com as motivações do *turnover*. Nesse sentido, mostra-se na Tabela 13 a matriz de correlação de *Spearman* das motivações com os Retornos Anormais:

TABELA 13 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO DE *SPEARMAN* PARA AS MOTIVAÇÕES DO *TURNOVER*

		Mot1	Mot2	Mot3	Mot4	Mot5	Mot6
Mot1	Correlação	1,000					
	Sig. (2-tailed)						
Mot2	Correlação	-,552**	1,000				
	Sig. (2-tailed)	,000					
Mot3	Correlação	-,282**	-,432**	1,000			
	Sig. (2-tailed)	,010	,000				
Mot4	Correlação	-,116	-,178	-,091	1,000		
	Sig. (2-tailed)	,295	,108	,414			
Mot5	Correlação	-,066	-,101	-,052	-,021	1,000	
	Sig. (2-tailed)	,551	,361	,641	,848		
Mot6	Correlação	-,135	-,207	-,106	-,044	-,025	1,000
	Sig. (2-tailed)	,223	,061	,342	,696	,824	
t-5	Correlação	-,014	-,026	,025	,287**	,101	-,258*
	Sig. (2-tailed)	,901	,818	,825	,008	,365	,019
t-4	Correlação	,180	-,250*	,238*	-,078	-,115	-,091
	Sig. (2-tailed)	,104	,023	,030	,481	,299	,412
t-3	Correlação	-,119	-,083	-,032	,317**	,095	,172
	Sig. (2-tailed)	,282	,454	,776	,003	,392	,120
t-2	Correlação	-,212	,354**	-,038	-,205	,035	-,157
	Sig. (2-tailed)	,055	,001	,730	,063	,753	,155
t-1	Correlação	-,156	-,146	,232*	,206	-,005	,070
	Sig. (2-tailed)	,158	,187	,035	,061	,966	,532
t0	Correlação	-,155	,358**	-,078	-,274*	,083	-,178
	Sig. (2-tailed)	,162	,001	,485	,012	,457	,107
t+1	Correlação	-,035	,336**	-,315**	-,269*	-,007	,094
	Sig. (2-tailed)	,753	,002	,004	,014	,949	,399
t+2	Correlação	,038	,155	,076	-,216*	-,026	-,374**
	Sig. (2-tailed)	,730	,162	,496	,050	,819	,000
t+3	Correlação	,186	-,008	-,392**	,213	,050	,129
	Sig. (2-tailed)	,092	,940	,000	,053	,653	,246
t+4	Correlação	-,099	-,052	,217*	-,151	,153	-,010
	Sig. (2-tailed)	,372	,638	,049	,173	,167	,930
t+5	Correlação	,064	,110	,099	-,299**	-,154	-,226*
	Sig. (2-tailed)	,564	,322	,374	,006	,164	,040

*Significância ao nível de 5,0%; **Significância ao nível de 1,0%; Mot1= Permanecer somente no Conselho de Administração; Mot2= Desempenho; Mot3= Mudança Política de Governo; Mot4= Reestruturação do *Board*; Mot5= Aposentadoria; Mot6= Regulação do Sistema Financeiro.

FONTE: Elaborado pelo Autor (2016)

Observou-se que os retornos anormais em decorrência das motivações “Permanecer somente no Conselho de Administração” e “Aposentadoria” não apresentaram nenhuma correlação estatisticamente significativa. Assim, aceita-se a hipótese 3 do teste de que não há relação significativa entre o retorno anormal e a intensidade de divulgação de notícias sobre o *turnover* voluntário de *CEO* em companhias abertas com participações societárias de Fundos de Pensão em função de que o único *turnover* voluntário foi em função da Aposentadoria do *CEO* e este não apresentou retornos anormais significativos estatisticamente. Este resultado vem ao encontro dos estudos de Intintoli (2013), o qual afirma que a volatilidade dos retornos é menor quando os anúncios estão relacionados com a saída voluntária. No entanto, o resultado observado deve ser lido com cautela em função de que foi observado somente um evento.

O *turnover* decorrente do “Desempenho” apresentou correlações significativas negativas antes da data do anúncio do *turnover* e correlações significativas positivas no dia do anúncio e no imediatamente seguinte. Este fato prediz que o mercado avaliou positivamente o anúncio da troca. O mercado reagiu negativamente para o anúncio do *turnover* decorrente de “Mudança Política de Governo” no dia seguinte e três dias depois do anúncio, recuperando posteriormente no quarto dia. A empresa que teve o *turnover* decorrente da “Reestruturação do *Board*” apresentou retornos anormais estatisticamente significativos antes do anúncio da troca. Mas o mercado não avaliou bem esta mudança porque após o anúncio, com exceção do terceiro dia, houve retornos anormais negativos estatisticamente significativos em todos os demais dias da Janela de Eventos.

Os resultados mostraram que na Dimensão Forçada de *Turnover* de *CEO* ocorreram retornos anormais positivos e negativos estatisticamente significativos aos níveis de confiança de 99% e de 95%. As variáveis de controle podem ajudar a explicar os retornos anormais. Na Tabela 14 mostra-se a matriz de correlação de *Spearman* entre as variáveis de controle e os retornos anormais na Janela de Eventos.

TABELA 14 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO DE *SPEARMAN* PARA AS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS

		t-5	t-4	t-3	t-2	t-1	t0	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
t-5	Correlação	1,000										
	Sig. (2-tailed)											
t-4	Correlação	,076	1,000									
	Sig. (2-tailed)	,494										
t-3	Correlação	-,136	-,246*	1,000								
	Sig. (2-tailed)	,220	,025									
t-2	Correlação	-,136	-,469**	,369**	1,000							
	Sig. (2-tailed)	,221	,000	,001								
t-1	Correlação	-,099	-,206	,247*	,055	1,000						
	Sig. (2-tailed)	,372	,062	,024	,621							
t0	Correlação	-,046	,030	-,271*	-,045	,200	1,000					
	Sig. (2-tailed)	,680	,787	,013	,688	,069						
t+1	Correlação	-,027	-,002	-,074	-,155	-,285**	-,009	1,000				
	Sig. (2-tailed)	,809	,983	,509	,163	,009	,936					
t+2	Correlação	,101	,045	-,442**	-,148	-,213	,136	,217*	1,000			
	Sig. (2-tailed)	,363	,686	,000	,183	,053	,219	,048				
t+3	Correlação	,064	-,006	-,178	-,353**	-,090	,012	,133	,302**	1,000		
	Sig. (2-tailed)	,568	,958	,107	,001	,420	,917	,232	,006			
t+4	Correlação	-,142	-,115	,175	,325**	,041	-,082	-,213	-,256*	-,492**	1,000	
	Sig. (2-tailed)	,200	,300	,113	,003	,713	,462	,053	,020	,000		
t+5	Correlação	,048	,040	-,375**	-,123	-,390**	-,200	,331**	,306**	-,107	,181	1,000
	Sig. (2-tailed)	,667	,719	,000	,270	,000	,070	,002	,005	,334	,102	
Público x Privado	Correlação	-,064	-,252*	,019	,091	-,246*	,123	,285**	-,043	,347**	-,208	-,076
	Sig. (2-tailed)	,566	,021	,863	,415	,025	,266	,009	,702	,001	,059	,496
Setor	Correlação	-,095	-,060	,273*	,236*	,183	-,329**	-,037	-,240*	,133	,166	-,168
	Sig. (2-tailed)	,394	,591	,013	,032	,098	,002	,737	,029	,229	,133	,129
Média TAM	Correlação	,171	,534**	-,259*	-,277*	-,108	-,044	-,109	,103	-,219*	,033	,223*
	Sig. (2-tailed)	,121	,000	,018	,011	,329	,693	,326	,353	,047	,766	,042
Média ROA	Correlação	,025	,410**	-,210	-,178	-,327**	-,131	-,331**	,166	,082	,054	,139
	Sig. (2-tailed)	,821	,000	,057	,108	,003	,239	,002	,134	,461	,630	,209

*Significância ao nível de 5,0%; **Significância ao nível de 1,0%; TAM= Tamanho; ROA= Retorno sobre o ativo médio defasado

FONTE: Elaborado pelo Autor (2016)

Observou-se que as variáveis com poder explicativo apresentaram correlação significativa em média em 4 dias dentro da Janela de Eventos. O ROA foi a variável que apresentou a maior correlação estatisticamente significativa ao nível de 99% de confiança para os retornos anormais quatro dias antes e um dia antes do anúncio do *turnover*.

5 CONCLUSÕES E SUGESTÕES DE ESTUDOS FUTUROS

Nesse capítulo apresentam-se as conclusões do estudo, as limitações encontradas pelo pesquisador e as sugestões para futuros estudos.

5.1 CONCLUSÕES

A mudança de *CEO* em uma Companhia é um fato relevante que pode afetar o seu valor de mercado. As razões ou motivações da troca de comando podem trazer reflexos no valor das ações e assim prover retornos anormais positivos ou negativos aos pequenos e aos grandes investidores institucionais, regulados e sofisticados. Entre os investidores sofisticados destacam-se os Fundos de Pensão fechados como grandes *players* e formadores de poupança interna.

A pesquisa mostrou que os maiores Fundos de Pensão do País estão vinculados indiretamente a administração pública de duas formas: (1) primeiro, em decorrência de volume de recursos envolvidos. Dentre os 20 maiores Fundos de Pensão do país 9 recebem recursos de sociedades de economia mista ou empresas públicas; (2) segundo, os Fundos de Pensão dependem fortemente da regulação estatal para direcionar a aplicação dos recursos que administram, que pode mudar em função de aspectos econômicos, sociais ou políticos. Esses grandes investidores, em face do grande volume de recursos que administram, tem a capacidade de influenciar a gestão das empresas em que investem, cujo processo é denominado de ativismo dos acionistas institucionais.

Com referência aos pressupostos teóricos, a pesquisa objetivou avaliar o comportamento do mercado na ocorrência de *turnover* forçado ou voluntário de *CEO* de empresas em que os Fundos de Pensão participam do capital. A Análise de Conteúdo sobre as notícias sobre o *turnover* de *CEO* indicou que as motivações mais frequentes encontradas na pesquisa para a remoção do *CEO* decorreram do mau desempenho e da saída do *CEO* por força de regulação do mercado de capitais. A última é de natureza transitória porque ocorreu para determinada situação e que não se repetirá nos períodos futuros. Em razão disto a motivação desempenho para o *turnover* foi aquela que predominou no período pesquisado, confirmando os estudos de Jenter e Kanaan (2015).

A classificação proposta por Parrino (1997) demonstrou que predomina no cenário brasileiro o *turnover* forçado (97%) em detrimento do *turnover* voluntário. Esses dados

confirmam os achados de Lausten (2002) e Jenter e Lewellen (2014). O *turnover* forçado predomina em relação ao *turnover* voluntário porque há uma tendência do *CEO* se proteger para continuar no cargo por longo tempo. O estudo também revelou uma tendência de aumento na troca de comando das empresas, em especial quando o desempenho é insatisfatório, inobstante o mercado de capitais do país seja pequeno e a propriedade seja concentrada. Os resultados apontam que o *turnover* no período passou de 2 em 2010 para 9 em 2014, confirmando os estudos de Kaplan e Minton (2012) de tendência de aumento no *turnover* de *CEO*.

O *CEO* das Companhias em que há participação do Estado, no sentido *lato*, ficam sujeitos aos arranjos de caráter político. As companhias com estas características representaram aproximadamente 18% do total de ativos que tiveram troca de comando no período, incluindo empresas que tem uma participação relevante no mercado de capitais, tal como a Petrobras.

A maior quantidade de *turnover* ocorreu em setores da economia considerados competitivos. Esses achados reafirmam os estudos de Defond e Park (1999) de que empresas de setores com baixa competitividade, como foi para as empresas do setor de telecomunicações, tem menor *turnover* de *CEO*. Isto mostra que a competição entre as empresas gera maior instabilidade do *CEO*. Este fato ocorre porque os acionistas têm a sua disposição outras empresas concorrentes, ou seja, do mesmo setor, para comparar o desempenho do *CEO* e tomar as suas decisões de investimento. O mau desempenho leva os grandes investidores a pressionarem os Conselhos pela troca de comando.

A pesquisa inovou ao propor uma métrica para medir a intensidade da divulgação das motivações que redundaram na troca de comando das Companhias e a associação desta intensidade com os retornos anormais na Janela de Eventos. A métrica foi elaborada com fundamento em proposições afirmatórias para medir a intensidade da divulgação. Entre as motivações que tiveram mais notícias divulgadas, as motivações “Desempenho” e “Permanência somente no Conselho” foram as que apresentaram os maiores índices de divulgação. A divulgação mostrou, por meio na correlação de Spearman, que houve associação entre a intensidade de divulgação dos anúncios de *turnover* do *CEO* e os retornos anormais de Companhias que tinham entre os seus acionistas um Fundo de Pensão fechado. Esta relação foi estatisticamente significativa na data do anúncio da mudança do *CEO*. Em função disto não se pode rejeitar a hipótese de que há relação significativa e positiva entre o retorno anormal e a intensidade de divulgação de notícias sobre a mudança de *CEO* em companhias abertas com participações societárias de Fundos de Pensão e também confirmou

a hipótese que orientou o estudo de que as ações das empresas pesquisadas reagem em função das motivações que levam ao *turnover* do *CEO*.

Os testes paramétricos mostraram que houve retornos anormais estatisticamente significativos na Janela de Eventos, antes da data do anúncio, na data do anúncio e depois da data do anúncio do *turnover*. A ocorrência de retornos anormais estatisticamente significativos antes da data do anúncio do *turnover* do *CEO* sinaliza a possibilidade da existência de *insider information*, fato que não é incomum dadas as características do mercado de capitais brasileiro.

O teste não paramétrico de Sinais utilizado para medir a direção dos retornos anormais acumulados para as datas após o anúncio do *turnover* não mostrou uma direção positiva ou negativa estatisticamente significativa. No entanto, os retornos anormais diários analisados por este método mostraram que para os tempos $t-3$, $t-2$, $t-1$ e $t+5$ houve direções positivas e em $t-2$ negativas estatisticamente significativas ao nível de 90% de confiança.

5.2 SUGESTÕES DE ESTUDOS FUTUROS

Nesta pesquisa há uma limitação temporal, na medida em que o período objeto da análise corresponde aos anos de 2010 a 2014. Existe a possibilidade de que os resultados obtidos em outros períodos poderiam apresentar resultados diferentes aos encontrados. Essa perspectiva é em razão da possibilidade de variações do comportamento do mercado, que pode ser influenciado pela existência de outros eventos relevantes, mas em um contexto econômico, político ou social diferente.

Também é possível admitir a existência de alguma variável endógena ou exógena não contemplada na presente pesquisa, mas que possa ter potencial de influenciar no retorno das ações das empresas que integraram a população da pesquisa.

Para a construção das motivações explicativas do *turnover* de *CEO* considerou-se o contexto socioeconômico do país e o cenário das organizações. Considerando que a pesquisa contempla o mercado de capitais nacional, não se pode ignorar que este tem características próprias de um mercado pequeno, no qual a propriedade é concentrada e que estas circunstâncias podem influenciar nos retornos anormais.

Sugere-se para pesquisas futuras a ampliação com a inclusão das empresas que não possuem no seu quadro societário um Fundo de Pensão. Estender a pesquisa para outros mercados emergentes ou não para ampliação do universo a ser pesquisado e assim possibilitar

comparações sobre a reação dos agentes em países diferentes quando do anúncio do *turnover* do CEO. Sugere-se o aprofundamento da pesquisa em relação ao ativismo dos Investidores Institucionais Regulados no mercado de capitais, em especial os Fundos de Pensão e seu comportamento nos diferentes ambientes em face da regulação a que são submetidos. Sugere-se ainda a avaliação do impacto que eventuais mudanças regulatórias estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional para as aplicações dos recursos administrados pelos Fundos de Pensão.

REFERÊNCIAS

- ABRAPP. Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Consolidado estatístico. Disponível em: <http://www.abrapp.org.br/SitePages/DadosInstitucionais.aspx>. Acessado em 07 de jan. de 2015.
- AGRAWAL, A.; JAFFE, J. F.; KARPOFF, J. M. Management turnover and governance changes following the revelation of fraud. **Journal of Law and Economics** 42, p. 309– 342, 1999.
- ALBUQUERQUE, C. M.; MEDEIROS, M. B.; SILVA, P. H. F. **Gestão de Finanças Públicas**. 2. Ed. Brasília: Gestão Pública Editora e Treinamento, 2008.
- ALLEN, F.; BREALEY, R. A.; MYERS S. C. **Princípios de Finanças Corporativas**. 10ª Ed. São Paulo. AMGH Editora, 2013.
- ALMEIDA, J. E. F. **Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos**. 2010. 188 f. Tese (Doutorado) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa**. 2 ed. São Paulo: Atlas: 2006.
- ARAÚJO, J. M.; LEITE, P. A. M. Modelagem da Volatilidade Apresentada Pelos Índices IVBX-2 e SMLL no Ano de 2008 Usando Modelos da Família ARCH. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 13, n. 4, 2012.
- ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. 8. Ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- ASHLEY, J. Stock prices and changes in earnings and dividends: some empirical results. **Journal of Political Economy**, Chicago: University of Chicago, v. 70, n. 1, p. 82-85, 1962.
- BALL, R.; BROWN, P. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, n. 2 p. 159-178, Aut. 1968.
- BARBOSA, G. C.; MEDEIROS, O. R. Teste empírico da eficiência do mercado brasileiro na ocorrência de eventos favoráveis e desfavoráveis. **Revista de Negócios**, v. 12, n. 4, p. 44-54, 2007.
- BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. 5ª ed. Lisboa: Edições 70, 2010.
- BARKER, C. Effective stock splits. **Harvard Business Review**, New York: Harvard University, v. 34, n. 1, p. 101-106, Jan.-Feb. 1956.
- BARKER, C. Stock splits in a bull market. **Harvard Business Review**, New York: Harvard University, v. 35, n. 3, p. 72-79, May-June 1957.
- BARKER, C. Evaluation of stock splits dividends. **Harvard Business Review**, New York: Harvard University, v. 36, n. 4, p. 99-114, July-Aug. 1958.

BARTHOLDY, J.; OLSON, D.; PEARE, P. Conducting event studies on a small stock exchange. **The European Journal of Finance**, v. 13, n. 3, p. 227-252, 2007.

BEAVER, W. H. The information content of earning announcements empirical research in accounting: select studies. **Journal of Accounting Research**, v. 6, (Supplement), p. 67-92. 1968.

BEAVER, W. H. Perspectives on recent capital market research. **The Accounting Review**, v. 77, n. 2, p. 453-474, 2002.

BEATTY, R. P.; ZAJAC, E. J. CEO change and firm performance in large corporations: Succession effects and manager effects. **Strategic Management Journal**, v. 8, n. 4, p. 305-317, 1987.

BENNINGA, S. **Financial Modeling**. 3ª ed. The MIT Press Cambridge, Massachusetts, London, England, 2008.

BERELSON, B. **Content Analysis in Communications Research**. New York, NY: Free Press, 1952.

BLACK, F. Capital market equilibrium with restricted borrowing. **Journal of business**, p. 444-455, 1972.

BOEHMER, E.; KELLEY, K. E. Institutional investors and the informational efficiency of prices, **Review of Financial Studies** 22, 3563-3594, 2009.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (Bovespa). Índice Bovespa: definição e metodologia. Julho 2007. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Indices/download/IBOV-Metodologia-pt-br.pdf> . Acesso em: 28 dez. 2014.

BRASIL. **Lei Complementar nº 108**. Dispõe sobre a relação entre a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas e suas respectivas entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências. Brasília, DF, 29 de maio de 2001. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp108.htm. Acesso em: 10 set. 2014.

BRASIL. **Lei Complementar nº 109**. Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências. Brasília, DF, 29 de maio de 2001. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp109.htm. Acesso em: 10 set. 2014.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Princípios de finanças empresariais**. 5. ed. Lisboa: McGrawHill, 1982.

BROWN, S.; WARNER, J. Measuring security price performance. **Journal of Financial Economics**, v. 8, n.3, 1980.

BROWN, S. J.; WARNER, J. B. Using daily stock returns: The case of event studies. **Journal of financial economics**, v. 14, n. 1, p. 3-31, 1985.

BRUNELLO, G.; GRAZIANO, C.; PARIGI, B. M. CEO turnover in insider-dominated boards: The Italian case. **Journal of Banking & Finance**, v. 27, n. 6, p. 1027-1051, 2003.

- BULHÕES, J. L. P.; LAMY FILHO, A. **A lei das S/A**. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.
- BUSHMAN, R.; DAI, Z.; WANG, X. Risk and CEO turnover. **Journal of Financial Economics**, v. 96, n. 3, p. 381-398, 2010.
- CALVET, L. E.; CAMPBELL, J. Y.; SODINI, P. **Measuring the financial sophistication of households**. National Bureau of Economic Research, 2009.
- CAMARGOS, M. A; BARBOSA, F.V; Estudo de eventos: teoria e operacionalização. **Caderno de Pesquisas em Administração**. São Paulo, v. 10, n. 3, jul./set., 2003.
- CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. **The econometrics of financial markets**. 2. ed. New Jersey: Princeton University Press, 611 p. 1997.
- CERETTA, P. S. Comportamento das variações de preço nos mercados de ações da América Latina. XXV ENANPAD, 25º, **Anais...** Campinas: ANPAD, set. 2001.
- CHEUNG, W. J.; JACKSON, A. B. Chief Executive Officer departures and market uncertainty. **Australian Journal of Management**, p. 0312896212450040, 2012.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. HP. The separation of ownership and control in East Asian corporations. **Journal of financial Economics**, v. 58, n. 1, p. 81-112, 2000.
- CLAYTON, M.C.; HARTZELL, J.C. ROSENBERG, J. The impact of CEO turnover on equity volatility. **Journal of Business** 78: 1779–1808, 2005.
- COSTA, R. T. **Mercado de Capitais: uma trajetória de 50 anos**. São Paulo: Imprensa Oficial do Estado de São Paulo, 2006.
- DATTA, D. K.; GUTHRIE, J. P. Research Notes And Communications. **Strategic Management Journal**, v. 15, p. 569-577, 1994.
- DE DREU, J.; BIKKER, J. A. Investor sophistication and risk taking. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 7, p. 2145-2156, 2012.
- DEFOND, M.; PARK, C. W. The effect of competition on CEO turnover. **Journal of Accounting and Economics**, v. 27, n. 1, p. 35-56, 1999.
- DEL GUERCIO, D.; TKAC, P. A. The Determinants of the Flow of Managed Portfolios: Mutual Funds vs. Pension Funds. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 37, n. 4, pp. 523-557, Dez. 2002.
- DEL GUERCIO, D.; SEERY, L.; WOIDTKE, T. Do boards pay attention when institutional investor activists “just vote no”? **Journal of Financial Economics**, v. 90, n. 1, p. 84-103, 2008.
- DENIS, D. J.; DENIS, D. K. Performance changes following top management dismissals. **Journal of Finance**, p. 1029-1057, 1995.
- DENIS, D. J.; DENIS, D. K.; SARIN, A. Ownership structure and top executive turnover. **Journal of financial economics**, v. 45, n. 2, p. 193-221, 1997.

DISSANAIKE, G.; PAPAIZIAN, A. Management turnover in stock market winners and losers: a clinical investigation. **ECGI-Finance Working Paper**, n. 61, 2004.

ELTON, E. J.; GRUBER, M. J.; BUSSE, J. A. Are investors rational? Choices among index funds. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 1, p. 261-288, 2004.

ENGEL, E.; HAYES, R. M.; WANG, X. CEO turnover and properties of accounting information. **Journal of Accounting and Economics**, v. 36, n. 1, p. 197-226, 2003.

ETEBARI, A.; HERRIGAN, J. O.; LANDWEHR, J. L. To Be Or Not to Be-Reaction of Stock Returns to Sudden Deaths of Corporate Chief Executive Officers. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 14, n. 2, p. 255-278, 1987.

FACCIO, M.; LANG, L. HP. The ultimate ownership of Western European corporations. **Journal of financial economics**, v. 65, n. 3, p. 365-395, 2002.

FAMA, E. F. The behavior of stock-market prices. **The journal of Business**, v. 38, n. 1, p. 34-105, 1965.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, Chicago: American Finance Association, v. 25, n. 2, p. 383-417, May 1970.

FAMA, E. F. Efficient capital markets II. **The Journal of Finance**, Chicago: American Finance Association, v. 46, n. 5, p. 1575-1617, Dec 1991.

FAMA, E.; FISHER, L.; JENSEN, M.; ROLL, R. The adjustment of stock prices to new information. **International Economic Review** 10, 1-21, 1969.

FAMÁ, R.; DE MORAES CIOFFI, P. L.; COELHO, P. A. R. Contexto das finanças comportamentais: anomalias e eficiência do mercado de capitais brasileiro. **REGE Revista de Gestão**, v. 15, n. 2, p. 65-78, 2008.

FIORDELISI, F.; RICCI, O. Corporate culture and CEO turnover. **Journal of Corporate Finance**, v. 28, p. 66-82, 2014.

FIRMINO, A. L. G.; SANTOS, A. G. Q.; MATSUMOTO, A. S. Dividendos interessam? Uma constatação empírica recente sobre a relevância da política de dividendos na Bolsa de Valores de São Paulo (1996 a 2002). In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), 28, **Anais...** Curitiba: ANPAD, 2004.

FLETCHER, C. E. Sophisticated Investors Under the Federal Securities Laws. **Duke Law Journal**, p. 1081-1154, 1988.

FLICK, U. **Introdução à pesquisa qualitativa** (3a ed., J. E. Costa, Trad.). São Paulo: Artmed, 2009

FRANCIS, J.; SCHIPPER, K.; VINCENT, L. Expanded disclosures and the increased usefulness of earnings announcements. **The Accounting Review**, n. 77, p. 515-546, 2002.

FRANCIS, J.; LAFOND, R.; OLSSON, P.; SCHIPPER, K. The market pricing of accruals quality. **Journal of Accounting and Economics**, n. 39, p. 295–327, 2005.

GABRIEL, F. S.; RIBEIRO, R. B.; DE SOUSA RIBEIRO, K. C. Hipóteses de mercado eficiente: um estudo de eventos a partir da redução do IPI. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 3, n. 1, p. 36, 2013.

GAMSON, W.; SCOTCH, N. Scapegoating in baseball. **American Journal of Sociology**, 70, 69 – 72, 1964

GENERAL ACCOUNTING OFFICE. PROGRAM EVALUATION; METHODOLOGY DIVISION. **Content analysis: A methodology for structuring and analyzing written material**. US General Accounting Office, 1996.

GIAMBATISTA, R. C.; ROWE, W. G; RIAZ, S. Nothing succeeds like succession: A critical review of leader succession literature since 1994. **The Leadership Quarterly**, v. 16, n. 6, p. 963-991, 2005.

GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. C. D. **Finanças Públicas – Teoria e Prática no Brasil**. 3ª Ed. Rio de Janeiro. Elsevier, 2008.

GOMES, M. G. **Relação entre captação e desempenho: uma investigação do comportamento de investidores pessoas físicas e institucionais**. 2014. 75 f. Dissertação (Mestrado) - Escola de Economia de São Paulo. São Paulo.

GOYAL, V. K.; PARK, C. W. Board leadership structure and CEO turnover. **Journal of Corporate Finance**, v. 8, n. 1, p. 49-66, 2002.

GRUNDFEST, J. A. Just vote no: a minimalist strategy for dealing with barbarians inside the gates. **Stanford Law Review**, p. 857-937, 1993.

GRUSKY, O. Administrative succession in formal organizations. **Social Forces**, 39, 105–115, 1960.

GU, Z.; LEE, C.W. J.; ROSETT, J. G. What determines the variability of accounting accruals? **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 24, p. 313-334, 2005.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria básica**. 5. ed. Dados eletrônicos: AMGH, 2011.

HAND, J. R. M. A test of the extended functional fixation hypothesis, **The Accounting Review**, 740-763, 1990.

HARRIS, L.; GUREL, E. Price and volume effects associated with changes in the S&P 500 list: new evidence for the existence of price pressures. **Journal of Finance**, v. 41, p. 815-829, 1986.

HENDRIKSEN, E S.; VAN BRED, M. F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: 5ª Ed. Atlas, 2012.

HERMALIN, B.E.; WEISBACH, M. S. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. **American Economic Review**, p. 96-118, 1998.

HOLSTI, O. **Content Analysis for the Social Sciences and Humanities**. Reading, MA: Addison-Wesley, 1969.

HOU, O. Y.; CHUANG, S. Key Determinants of CEO and Board Chairman Turnover: An Empirical Study of Taiwan-Listed Companies. **Journal of American Academy of Business**, v. 13, n. 1, p. 272-8, 2008.

HUSON, M. R.; PARRINO, R.; STARKS, L. T. Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: A long-term perspective. **The Journal of Finance**, v. 56, n. 6, p. 2265-2297, 2001.

HUSON, M. R.; MALATESTA, P. H.; PARRINO, R. Managerial succession and firm performance. **Journal of Financial Economics**, v. 74, n. 2, p. 237-275, 2004.

INTINTOLI, Vincent J. The effects of succession choice surrounding CEO turnover announcements: Evidence from marathon successions. **Financial Management**, v. 42, n. 1, p. 211-238, 2013.

JAMES, C.; KARCESKI, J. Captured money? Differences in the performance characteristics of retail and institutional mutual funds. **Unpublished working paper. University of Florida**, 2002.

JENTER, D.; KANAAN, F. CEO turnover and relative performance evaluation. **The Journal of Finance**, 2015.

JENTER, D.; LEWELLEN, K. Performance-induced CEO turnovers. **Working Paper. Stanford University**, 2014.

JOHNSON, B. B.; SAES, F. A. M.; TEIXEIRA, H. J.; WRIGHT, J. T. C. **Serviços Públicos no Brasil, mudanças e perspectivas: concessão, regulamentação, privatização e melhoria da gestão pública**. São Paulo. Editora Edgard Blücher, 1996.

JOHNSON, W. B.; MAGEE, R. P.; NAGARAJAN, N. J.; NEWMAN, H. A. An analysis of the stock price reaction to sudden executive deaths. **Journal of Accounting and Economics**. North-Holland, v. 7, p. 151-174, 1985.

KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Prospect theory: An analysis of decision under risk. **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, p. 263-291, 1979.

KANG, J.; SHIVDASANI, A. Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan. **Journal of financial economics**, v. 38, n. 1, p. 29-58, 1995.

KAPLAN, S. N.; MINTON, B. A. How has CEO turnover changed?. **International Review of Finance**, v. 12, n. 1, p. 57-87, 2012.

KESNER, I. F.; SEBORA, T. C. Executive succession: Past, present & future. **Journal of Management**, v. 20, n. 2, p. 327-372, 1994.

KIMURA, H. Aspectos comportamentais associados às reações do mercado de capitais. **RAE-eletrônica**, v. 2, n. 1, p. 1-14, 2003.

KLOECKNER, G. O. Estudos de evento: a análise de um método. XIX ENANPAD. 19º, **Anais...** João Pessoa: ANPAD, set. 1995. p. 261-270.

KRIPPENDORF, K. Quantitative content analysis: An introduction to its method. **Beverly Hill: Sage publications**, 1980.

KWITKO, L. C.; PROCIANOY, J. L. Interação entre mercados: um estudo do 1 dia ex-dividend das ações de empresas brasileiras e de suas respectivas Adrs. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 5, **Anais...** São Paulo: SBFIN, 2005.

LASSWELL, H. D. **Propaganda Technique in the World War**. New York, NY. 1968

LAUSTEN, M. CEO turnover, firm performance and corporate governance: empirical evidence on Danish firms. **International Journal of Industrial Organization**, v. 20, n. 3, p. 391-414, 2002.

LEROY, S. F. Efficient capital markets and martingales. **Journal of Economic Literature**, Nashville: American Economic Association, v. 37, n. 5, p. 1583-1621, Dec. 1989.

LIMA, G. A. S. F. de Lima. **Governança Corporativa e Hipótese de Mercados Eficientes: O Estudo do Anúncio da Emissão de American Depositary Receipts (ADRs) com a Utilização de Estudos de Evento**. Dissertação apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2005.

LIMA, G. A. S. F.; YAMAMOTO, M. M.; LIMA, I. S.; MALACRIDA, M. J. C. Um estudo da eficiência informacional do mercado acionário brasileiro. **Revista de Informação Contábil**, v. 2, n. 1, p. 1-18, 2008.

LINTNER, J. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. **Review of Economics and Statistics**, Amsterdam: Elsevier Science Publishers, v. 47, n. 1, p. 13-37, 1965.

LOPES, A. B.; ALENCAR, R. C. de. Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: the Brazilian case. **The International Journal of Accounting**, v. 45, p. 443-464, 2010.

LUCAS, A., WEFFORT, F. J.; ROVAL, L. R.; PARISI, C. A Percepção dos Executivos e demais Colaboradores quanto ao Atendimento à lei Sarbanes-Oxley: estudo de caso de uma subsidiária de indústria americana de autopeças estabelecida no Brasil. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 10, n. 29, p. 408-425, 2008.

LUSARDI, A. **Financial literacy: an essential tool for informed consumer choice?** National Bureau of Economic Research, 2008.

MACKINLAY, A. C. Event studies in economics and finance. **Journal of economic literature**, p. 13-39, 1997.

MACARINI, J. P. Um aspecto da política econômica do "milagre brasileiro": a política de mercado de capitais e a bolha especulativa 1969-1971. **Estudos Econômicos (São Paulo)**, v. 38, n. 1, p. 151-172, 2008.

MAHAJAN, A.; LUMMER, S. Shareholder wealth effects of management changes. **Journal of business finance & accounting**, v. 20, n. 3, p. 393-410, 1993.

MARKOWITZ, H. Portfolio selection. **The Journal of Finance**, v. 7, n. 1, p. 77-91, 1952.

MAROCO, J.; GARCIA-MARQUES, T. Qual a fiabilidade do alfa de Cronbach? Questões antigas e soluções modernas? **Laboratório de Psicologia**, v. 4, n. 1, p. 65-90, 2006.

MCILVEEN L. Oh no, they've killed Kerry. **The Australian**, 8 December, 1, 2000.

MARTINEZ, A. L. Como o Mercado reage às surpresas nos lucros? Resultados inesperados e retornos. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 5, **Anais...** São Paulo: SBFIN, 2005.

MARTINS, E.; DINIZ, J. A.; MIRANDA, G. J. **Análise avançada das demonstrações contábeis: uma abordagem crítica**. São Paulo: Atlas, 2012.

MATTOS, P. T. L. **O novo estado regulador no Brasil: direito e democracia**. (Doutorado em Direito). Departamento de Filosofia, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

MAYNES, E.; RUMSEY, J. Conducting event studies with thinly traded stocks. **Journal of Banking & Finance**, v. 17, n. 1, p. 145-157, 1993.

MEDEIROS, O. R.; MATSUMOTO, A. S. Emissões públicas de ações, volatilidade e insiderinformation na BOVESPA. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), 28, **Anais...** Curitiba: ANPAD, 2004.

MILYO, J. Corporate influence and political corruption: Lessons from stock market reactions to political events. **The independent review** [1086-1653] vol:19 iss:1 pg:19 -36, 2014.

MOCHÓN, F. **Princípios de Economia**. Tradução de Thelma Guimarães; revisão técnica de Rogério Mori. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, p. 261-297, 1958.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. Alternative mechanisms for corporate control, **The American Economic Review**, Vol. 79 No. 4, pp. 842-52, 1989.

MOSSIN, J. Equilibrium in a capital asset market. **Econometrica: Journal of the econometric society**, p. 768-783, 1966.

MUN, J. C.; VASCONCELLOS, G. M.; KISH, R. Tests of the contrarian investment strategy evidence from the French and German stock markets. **International Review of Financial Analysis**, v. 8, n. 3, p. 215-234, 2000.

MURPHY, K. J.; ZIMMERMAN, J. L. Financial performance surrounding CEO turnover. **Journal of Accounting and Economics**, v. 16, n. 1, p. 273-315, 1993.

MURPHY, K. J.; ZABOJNIK, J. Managerial capital and the market for CEOs. **Available at SSRN 984376**, 2007.

MYERS, J.; BAKAY, A. Influence of stock splitups on market price. **Harvard Business Review**, New York: Harvard University, v. 26, n. 2, p. 251-265, 1948.

PAIXÃO, L. A.; PINHEIRO, R. P.; CHEDEAK, J. C. S. Regulação dos investimentos nos fundos de pensão: evolução histórica, tendências recentes e desafios regulatórios. **Revista de Previdência**, v. 3, p. 35-53, 2005.

PALMQUIST, M. E.; CARLEY, K. M.; DALE, T. A. Applications of Computer-Aided Text Analysis: Analysing Literary and Nonliterary Texts. **Text Analysis for the Social Sciences: Methods for Drawing Statistical Inferences from Texts and Transcripts**, p. 131-145, 1997.

PARRINO, R. CEO turnover and outside succession a cross-sectional analysis. **Journal of financial Economics**, v. 46, n. 2, p. 165-197, 1997.

PARRINO, R.; SIAS, R. W.; STARKS, L. T. Voting with their feet: Institutional ownership changes around forced CEO turnover. **Journal of financial economics**, v. 68, n. 1, p. 3-46, 2003.

PASSOS, C.R.M.; NOGAMI, O. **Princípios de Economia**. 5ª Ed. São Paulo. Thomson Learning, 2006.

PAULO, E.; SARLO NETO, A.; SANTOS, M. A. C. Reação do preço das ações e intempestividade informacional do lucro contábil trimestral no Brasil. **ASAA-Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 5, n. 1, p. 54-79, 2013.

PELEIAS, I.R.; PENHA, J.C.; SEGRETI, J. B.; PEREIRA, A. C. Percepções do corpo diretivo de uma multinacional oriental quanto à implementação dos requisitos da Lei Sarbanes-Oxley. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 21, n. 1, p. 15-40, 2010.

PEROBELLI, F. F. C.; NESS Jr., W. Reações do mercado acionário a variações inesperadas nos lucros das empresas: um estudo sobre a eficiência informacional no mercado brasileiro. XXIV ENANPAD, 24º, **Anais...** Florianópolis: ANPAD, set. 2000.

PIMENTA, M. M.; MARQUES, J. A. V. C.; MACEDO, M. A. S. Retornos Anormais Versus Criação de Valor e Sinergias Operacionais de Firms Brasileiras Envolvidas em Combinações de Negócios. **Pensar Contábil**, v. 17, n. 64, 2016.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas**. 5ª. Ed. São Paulo: Atlas, 2009.

PLOUS, S. **The psychology of judgment and decision making**. McGraw-Hill Book Company, 1993.

PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F. SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **The journal of finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

PRASAD, B. D. Content analysis. **A method in Social Science Research**. Teoksessa: Lal Das, DK and Bhaskaran, V (toim). Research methods for Social Work. New Delhi: Rawat, p. 173-193, 2008.

PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. S. Reação do mercado à alteração na composição da carteira de índices de bolsa de valores brasileiros. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 5, **Anais...** São Paulo: SBFIN, 2005.

RACHPRADIT, P.; TANG, J. CS; BA KHANG, D. CEO turnover and firm performance, evidence from Thailand. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v. 12, n. 2, p. 164-178, 2012.

REINGANUM, M. R. The effect of executive succession on stockholder wealth. **Administrative Science Quarterly**, p. 46-60, 1985.

RENNEBOOG, L. Ownership, managerial control and the governance of companies listed on the Brussels stock exchange. **Journal of Banking & Finance**, v. 24, n. 12, p. 1959-1995, 2000.

ROBERTS, H. Statistical versus clinical prediction of the stock market. Unpublished Work presented in the **Conference of Securities Price Analysis**, Chicago, 1967.

ROSS, S. A. The arbitrage theory of capital asset pricing. **Journal of economic theory**, v. 13, n. 3, p. 341-360, 1976.

ROSS, S. A; WESTERFIELD, R.; JORDAN, B. D. **Princípios de Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 1998

ROSSI, G. B.; SERRALVO, F. A.; JOAO, B. N. Análise de Conteúdo. **REMark**, v. 13, n. 4, p. 39, 2014.

SALAS, J. M. Entrenchment, governance, and the stock price reaction to sudden executive deaths. **Journal of banking & finance**, v. 34, n. 3, p. 656-666, 2010.

SALOTTI, B. M.; LIMA, G.A.S.F.; YAMAMOTO, M. M., MALACRIDA, M. J. C. **Um estudo empírico sobre o fim da correção monetária integral e seu impacto na análise das demonstrações contábeis: uma análise setorial**. Revista UnB Contábil, p. 189-221, 2006.

SAMPIERI, R. H.; COLLADO, C. F.; LUCIO, P. B. **Metodologia de Pesquisa**. 3. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2006.

SARLO NETO, A. **A reação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis: evidências empíricas sobre a capacidade informacional da contabilidade no mercado acionário brasileiro**. 2004. 243f. Dissertação (Mestrado Profissional em Ciências Contábeis) - Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória.

SHARPE, W. F. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. **The journal of finance**, v. 19, n. 3, p. 425-442, 1964.

SHEFRIN, H. **Beyond greed and fear: Understanding behavioral finance and the psychology of investing**. Oxford University Press on Demand, 2000.

SHLEIFER, A. Do demand curves for stocks slope down? **Journal of Finance**, v. 41, p. 579-590, 1986.

SHLEIFER, A.; SUMMERS, L. H. The noise trader approach to finance. **The Journal of Economic Perspectives**, p. 19-33, 1990.

SILVA, W. A. C.; PINTO, E. A.; MELO, A. A. O. O CAPM e o CAPM condicional na precificação de índices acionários: evidências de mudanças nos coeficientes estimados de 2005 a 2008. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 13, n. 2, p. 106-134, 2012.

SMOLARSKI, J. M.; VEGA, J. G. Extreme events: a study of small oil and gas firms. **Accounting & Finance**, v. 53, n. 3, p. 809-836, 2013.

SNOWBERG, E.; WOLFERS, J.; ZITZEWITZ, E. **How prediction markets can save event studies**. National Bureau of Economic Research, 2011.

SOARES, R. O.; ROSTAGNO, L. M.; SOARES, K. T. C. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. **XXVI Encontro Nacional dos Programas de Pós Graduação em Administração**, 2002.

STEVENSON, W. J. **Estatística Aplicada a Administração**. Tradução de Alfredo Alves de Farias. São Paulo: Harbra, 2001. Título original: *Buninnes statistics: concepts and applications*.

TAKAMATSU, R. T.; LAMOUNIER, W. M.; COLAUTO, R. D. Impactos da divulgação de prejuízos nos retornos de ações de companhias participantes do Ibovespa. **Revista Universo Contábil**, v. 4, n. 1, p. 46-63, 2008.

TANJI, M. **Mercado de capitais brasileiro e tutela coletiva dos interesses**. 2009. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-03052010-095553/>>. Acesso em: 26 de dez. de 2015.

TAYLOR, L. A. Why are CEOs rarely fired? Evidence from structural estimation. **The Journal of Finance**, v. 65, n. 6, p. 2051-2087, 2010.

TERRA, P. R. S., LIMA, J. B. N., Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. **Revista de Contabilidade e Finanças**, São Paulo, n. 42, p. 35-49, set./dez. 2006.

VISCUSI, W. K.; VERNON, J. M.; HARRINGTON JR.; J. E. **Economics of regulation and antitrust**. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press. 2000.

WARNER, J. B.; WATTS, R. L.; WRUCK, K. H. Stock prices and top management changes. **Journal of financial Economics**, v. 20, p. 461-492, 1988.

WEISBACH, M. S. Outside directors and CEO turnover. **Journal of financial Economics**, v. 20, p. 431-460, 1988.

WIERSEMA, M. F. Strategic consequences of executive succession within diversified firms. **Journal of Management Studies**, v. 29, n. 1, p. 73-94, 1992.

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric analysis of cross section and panel data**. MIT Press, 2010.

WORRELL, D. L.; DAVIDSON, W. N.; GLASCOCK, J. L. Stockholder reactions to departures and appointments of key executives attributable to firings. **Academy of Management Journal**, v. 36, n. 2, p. 387-401, 1993.

YERMACK, D. Higher market valuation of companies with a small board of directors. **Journal of financial economics**, v. 40, n. 2, p. 185-211, 1996.

GLOSSÁRIO DE TERMOS

<i>Bad News</i>	Más notícias;
<i>Blockholder</i>	Investidor detentor de uma grande quantidade de ações de uma determinada empresa;
<i>Board</i>	Conselho de Administração;
<i>Ex post</i>	Depois dos fatos;
<i>Good News</i>	Boas notícias;
<i>Insider</i>	De dentro;
<i>Insider information</i>	Detentor de informações privilegiadas;
<i>Inside traders</i>	Negociação de valores mobiliários baseada no conhecimento de informações relevantes que ainda não são de conhecimento público, com o objetivo de auferir lucro ou vantagem no mercado;
<i>Noise traders</i>	Investidores ingênuos, com baixo nível de informação que tomam decisões irracionais;
<i>Penny stock</i>	São as ações com cotações muito baixas;
<i>Public utilities</i>	Serviços de utilidade pública;
<i>Turnover de CEO</i>	Troca do Diretor Presidente.

APÊNDICE 1 – ESTUDOS PRECEDENTES SOBRE *TURNOVER* DE *CEO*

(continua)

AUTOR (ANO)	PRINCIPAIS ESTUDOS
Grusky (1960)	A sucessão é um processo de rompimento, onde as características de toda a organização influenciam no grau de instabilidade em razão da sucessão.
Gamson e Scotch (1964)	Resultados negativos durante um período prolongado aumenta a correlação entre a eficácia e a taxa de sucessão.
Reinganum (1985)	Os efeitos de sucessão dependem do tamanho, da origem do sucessor e do antecessor.
Morck, Shleifer e Vishny (1989)	Uma função importante do conselho de Administração de uma empresa é monitorar o <i>CEO</i> e substituir quando necessário. O Conselho de Administração examina outras empresas do mesmo setor para avaliar o desempenho dos gestores de sua empresa, e substitui o <i>CEO</i> quando a empresa apresenta baixo desempenho, mas é relutante quando todo o setor não está bem.
Wiersema (1992)	As empresas começaram a trazer CEOs de fora do seu ambiente para atuarem como agentes de mudanças. Em razão disto surgiu uma nova preocupação, que é a reação do mercado em face das mudanças que um novo CEO, de fora do ambiente da empresa, pode provocar nos negócios a médio e longo prazo.
Murphy e Zimmerman (1993)	Além de rotatividade de <i>CEOs</i> , outras variáveis potencialmente endógenas, mas rotineiramente assumidas como exógenas, incluem estrutura de propriedade, contemplando as ações detidas por <i>blockholders</i> e pelos gestores, a composição do conselho de administração e políticas de compensação da empresa.
Datta e Guthrie (1994)	Com base em 195 eventos de sucessão na Business Week 1000 empresas, o estudo examinou os antecedentes organizacionais. Os resultados do estudo sugerem que condições antecedentes de lucros menores e crescimento das empresas estão associadas com a seleção de <i>CEO outsider</i> . Além disso, a intensidade de pesquisa e desenvolvimento está associada com a seleção de <i>CEOs</i> que têm origens funcionais técnicas e níveis mais elevados de educação.
Kesner e Seborá (1994)	Neste estudo foi analisado mais de trinta anos de pesquisa sobre sucessão. Investigaram as três fases do <i>turnover</i> de <i>CEO</i> . A primeira fase abrange o período de 1950 a 1960. A segunda fase, que abrange os anos 1970 reflete um período de construção de teoria e investigação empírica. A fase final da década de 1980 até 1994 é caracterizada pela revisão da literatura e um crescimento explosivo de novas pesquisas. Utilizaram os estudos combinados para criar um modelo global de sucessão, um modelo projetado para oferecer prescrições quanto ao local onde os investigadores têm estado e onde eles devem estar indo no futuro.
Kang e Shivdasani (1995)	Examinaram o papel dos mecanismos de governança corporativa e a rotatividade de executivos em empresas japonesas. O resultado é consistente com as evidências a partir de dados norte-americanos. A probabilidade do <i>turnover</i> forçado é significativamente relacionada com o retorno sobre os ativos, o excesso de retorno das ações e resultado operacional negativo. A sensibilidade do <i>turnover</i> forçado para o desempenho é maior para as empresas com laços com um banco do que para as empresas sem tais laços. Encontraram melhor desempenho subsequente ao <i>turnover</i> forçado e sucessão <i>outsider</i> .

(continuação)

AUTOR (ANO)	PRINCIPAIS ESTUDOS
Yermack (1996)	Apresenta resultados consistentes com as teorias de que os pequenos conselhos de administração são mais eficazes, usando Q de Tobin observa uma associação entre tamanho do Conselho e valor da empresa em uma amostra de 452 grandes empresas industriais dos EUA entre 1984 e 1991. Empresas com pequenos Conselhos também proporcionam incentivos de desempenho do <i>CEO</i> e a ameaça de demissão.
Denis, Denis e Sarin (1997)	A estrutura de propriedade afeta significativamente a probabilidade de uma mudança de <i>CEO</i> . A probabilidade de <i>turnover</i> é negativamente relacionada com a propriedade de dirigentes e diretores e positivamente relacionada com a presença de um <i>blockholder</i> . Encontraram uma taxa anormalmente elevada de atividade de controle corporativo nos doze meses anteriores a rotatividade de <i>CEO</i> .
Hermalin e Weisbach (1998)	Ao estudar os determinantes da composição do Conselho como um processo de negociação, concluíram que o modelo proposto é consistente tanto com a vigilância ativa em algumas empresas como o <i>CEO</i> tem domínio em outras.
Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999)	A dispersão da propriedade é uma exceção em países com baixo nível de proteção aos acionistas. O padrão de propriedade predominante é o controle familiar.
Agrawal, Jaffe e Karpoff (1999)	As descobertas de fraudes encontraram evidências fracas que levassem ao <i>turnover</i> de <i>CEOs</i> .
Defond e Park (1999)	A frequência de <i>turnover</i> é maior nas Companhias de setores com intensa concorrência.
Renneboog (2000)	Encontraram que o <i>turnover</i> de <i>CEO</i> está fortemente relacionado ao mau desempenho, medido pelo retorno das ações.
Claessens, Djankov e Lang (2000)	Na maioria dos países do Leste Asiático em desenvolvimento, a riqueza está concentrada nas mãos de poucas famílias. Os resultados parecem dissipar a reivindicação feita por historiadores que a dispersão da propriedade é apenas uma questão de tempo. Os resultados são coerentes com as conclusões em Holderness et al. (1999) que mostram que propriedade dos gestores nas corporações americanas de capital aberto é, em média, maior hoje do que no início do século
Faccio e Lang (2002)	Analisaram a propriedade e o controle de 5.232 empresas em 13 países da Europa Ocidental. Empresas financeiras e grandes são mais propensas ao mercado, enquanto as empresas não financeiras e pequenas são susceptíveis ao controle familiar. Em geral há discrepâncias significativas entre propriedade e controle em apenas alguns países.
Goyal e Park (2002)	Os resultados mostraram que o <i>turnover</i> de <i>CEO</i> é significativamente menor quando as responsabilidades de <i>CEO</i> e de Presidente do Conselho são exercidas pelo mesmo indivíduo. Estes resultados são consistentes com a ideia de que quando o <i>CEO</i> também é o Presidente do <i>Board</i> é difícil o Conselho remover um <i>CEO</i> com baixo desempenho.
Huson, Malatesta e Parrino (2004)	O desempenho financeiro de deteriora em relação a outras empresas antes da rotatividade de <i>CEOs</i> e melhora depois. O grau de melhora está positivamente relacionado com o nível das participações institucionais, com a presença de um conselho independente e a nomeação de uma <i>CEO</i> de fora (<i>outsider</i>). Sugerem que os investidores vêem o anúncio de <i>turnover</i> como uma boa notícia, pressagiando melhorias de desempenho.

(conclusão)

AUTOR (ANO)	PRINCIPAIS ESTUDOS
Clayton, Hartzell e Rosenberg (2005)	Encontraram aumentos significativos, de longa duração, na volatilidade dos títulos após o <i>turnover</i> do <i>CEO</i> . Os aumentos são maiores quando as saídas são forçadas. Os preços das ações também respondem mais fortemente a anúncios de lucros seguintes ao <i>turnover</i> .
Giambatista, Rowe e Riaz (2005)	Analisaram criticamente o progresso de estudos precedentes e consequências da sucessão. Criticaram as perspectivas teóricas e metodológicas e ofereceram recomendações para futuras pesquisas.
Murphy e Zabonjik (2007)	Estudaram duas tendências no mercado dos EUA: aumento dos níveis de remuneração para altos executivos e aumento da prevalência de nomeação de <i>CEOs</i> através da contratação externa em vez de promoções internas.
Hou e Chuang (2008)	Quando <i>CEO</i> acumula com o cargo de Presidente do Conselho a sensibilidade para o <i>turnover</i> é menor, mesmo quando o desempenho da empresa é ruim.
Del Guercio, Seery e Woidtke (2008)	Examinaram os efeitos das campanhas dos acionistas para concentrar os votos em um diretor como forma de expressar insatisfação com o desempenho da gestão ou da estrutura de governança corporativa da empresa. Encontraram evidências de suporte, incluindo melhorias de desempenho, indicando que as campanhas induzem o Conselho a tomar medidas em prol dos interesses dos acionistas.
Salas (2010)	Estudou a reação no preço das ações para anúncio da morte repentina de 184 <i>CEOs</i> ao longo de 1972-2005. Quando morre um <i>CEO</i> altamente eficaz a reação no preço das ações deve ser negativa. Se a morte remove um <i>CEO</i> entrincheirado a reação no preço das ações deve ser positiva.
Taylor (2010)	Os <i>CEOs</i> ficam entrincheirados no Conselho de Administração. A troca de <i>CEO</i> tem um custo alto para os acionistas, o que pode reduzir o <i>turnover</i> .
Bushman, Dai e Wang (2010)	Investigaram as relações entre a ameaça de rescisão e compensação do <i>CEO</i> . Utilizaram uma mídia especializada sobre notícias corporativas para classificar as notícias sobre a mudanças de <i>CEOs</i> em uma amostra do período de 1992 a 2005.
Kaplan e Minton (2012)	Encontraram padrões semelhantes para rotatividade forçada e voluntária. A pesquisa sugere que há rotatividade rotulada como voluntária quando é forçada. O <i>turnover</i> está relacionado com o aumento de poder do bloco controlador, independência do Conselho e Lei Sarbanes-Oxley.
Rachpradit, Tang, e Ba Khang (2012)	A probabilidade de rotatividade de <i>CEO</i> é menor quando a empresa é controlada pela família do <i>CEO</i> .

FONTE: Elaborado pelo Autor (2016)